

Statens pensjonsfond utland Årsrapport 2025





Fondet eies av det norske folk, representert ved regjeringen og Stortinget. Finansdepartementet er ved lov gitt det overordnede ansvaret for forvaltningen. Den operative gjennomføringen av forvaltningsoppdraget ivaretas av Norges Bank Investment Management, innenfor rammene i mandatet fra Finansdepartementet.

Oppdraget er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Målet med investeringene i fondet er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader med en akseptabel risiko. Innenfor den overordnede finansielle målsettingen, skal fondet forvaltes ansvarlig.

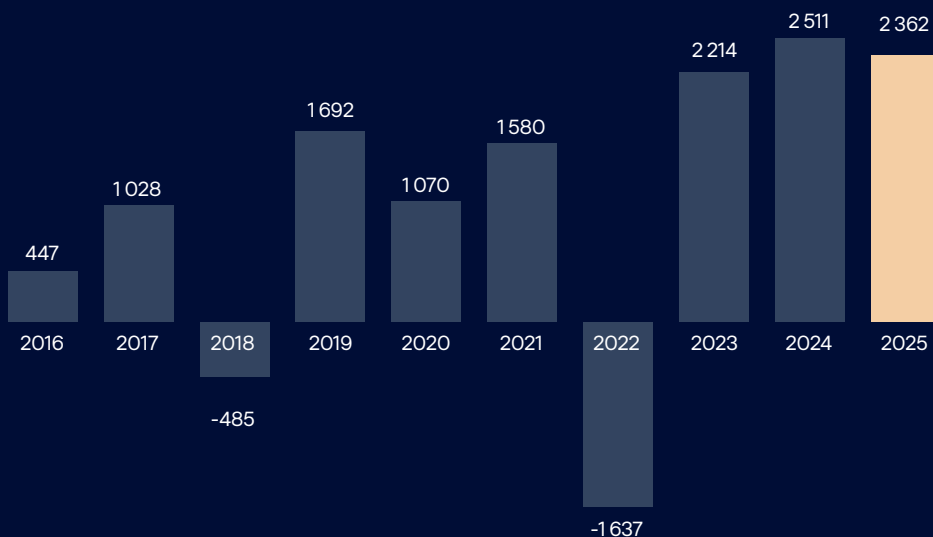
Avkastning

15,1 %

avkastning

-0,28

prosentpoeng svakere enn
referanseindeksen



Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på 15,1 prosent, eller 2 362 milliarder kroner i 2025. Dette var -0,28 prosentpoeng eller -50 milliarder kroner svakere enn referanseindeksen til fondet.

Aksjer

19,3 %

avkastning



Rentepapirer

5,4 %

avkastning



Unotert
eiendom

4,4 %

avkastning



Unotert infrastruktur
for fornybar energi

18,1 %

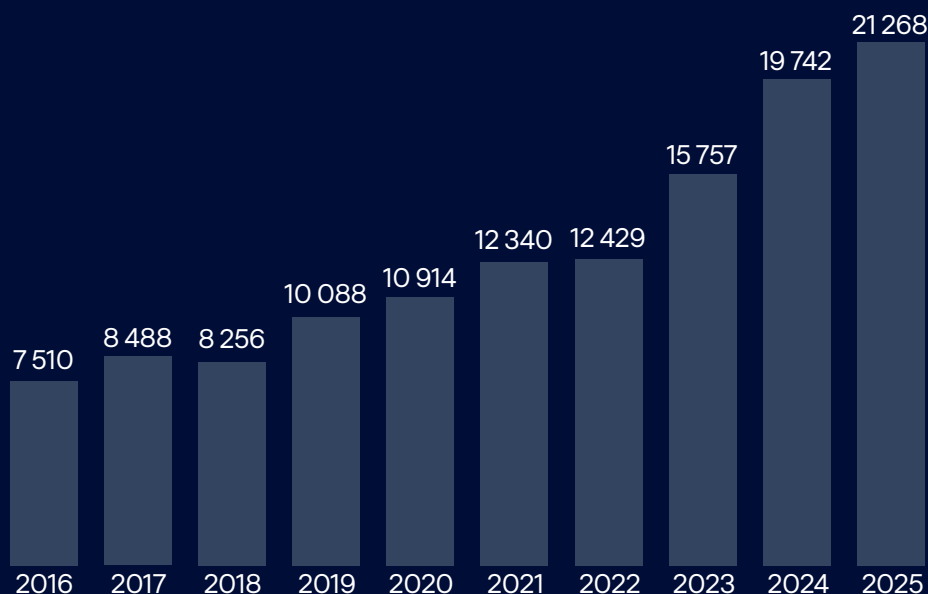
avkastning



Fondets verdi

21 268
milliarder kroner

Fondets verdi var 21 268 milliarder kroner ved utgangen av 2025, opp fra 19 742 milliarder kroner året før.

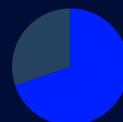


Markedsverdi per aktivaklasse¹

Aksjer

15 173
milliarder kroner

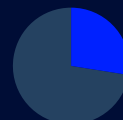
71,3 %
av fondet



Rentepapirer

5 649
milliarder kroner

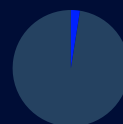
26,5 %
av fondet



Unotert eiendom

372
milliarder kroner

1,7 %
av fondet



Unotert infrastruktur for fornybar energi

91
milliarder kroner

0,4 %
av fondet



¹ Markedsverdien på investeringsporteføljen var 21 286 milliarder kroner. Fondets verdi inkluderer utsatt skatt og fordring/gjeld knyttet til forvaltningsgodtgjøring.

Innhold

6	1. Resultatene
7	Hovedstyrets vurdering
12	Leder
14	Hovedtall
20	2. Investeringene
21	Aksjer
26	Rentepapirer
30	Eiendom
36	Unotert infrastruktur for fornybar energi
39	Investeringsrisiko
43	Relativ avkastning
55	3. Organiseringen
56	Forvaltningsorganisasjonen
69	Operasjonell risiko
72	Kostnader
78	4. Regnskapet
80	Regnskap
84	Noter
136	Uavhengig revisors beretning





1. Resultatene

7	Hovedstyrets vurdering
12	Leder
14	Hovedtall





Fra venstre: Øystein Børsum, Pål Longva, Kristine Ryssdal, Hans Aasnæs, Ida Wolden Bache, Ragnhild Janbu Fresvik, Nina Udnes Tronstad, Arne Hyttnes, Mats Bay Fevolden (ansatterepresentant), Thomas Ekeli, Guro Heimly (ansatterepresentant).

Hovedstyrets vurdering av resultatene

Investeringene i Statens pensjonsfond utland hadde en avkastning på 15,1 prosent i 2025, etter sterk oppgang i globale aksjemarkeder. Avkastningen var 0,28 prosentpoeng lavere enn i fondets referanseindeks. Det er innenfor de svingningene vi må forvente i relativ avkastning fra år til år. Hovedstyret legger vekt på at resultatene må vurderes over lengre perioder, og er tilfreds med at avkastningen har vært høyere enn i referanseindeksen over tid.

Verdien på Statens pensjonsfond utland var 21 268 milliarder kroner ved utgangen av 2025. Investeringene var ved utgangen av året fordelt med 71,3 prosent i aksjer, 26,5 i rentepapirer, 1,7 prosent i unotert eiendom og 0,4 prosent i unotert infrastruktur for fornybar energi.

6,6 %

i årlig avkastning i perioden 1998–2025

Avkastningen målt i fondets valutakurv var 15,1 prosent i fjor før fradrag for forvaltningskostnader. Aksjeavkastningen var hele 19,3 prosent. Solid lønnsomhet i selskapene og optimisme knyttet til kunstig intelligens bidro til oppgangen i aksjemarkedet. Avkastningen på fondets rentebærende instrumenter var 5,4 prosent i 2025, mens plasseringene i unotert eiendom ga en avkastning på 4,4 prosent. Investeringene i unotert infrastruktur for fornybar energi hadde en avkastning på 18,1 prosent i fjor.

Hovedstyret vurderer at den samlede avkastningen i fondet over tid har vært god. I perioden 1998–2025 har den årlige avkastningen vært 6,6 prosent i gjennomsnitt. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for inflasjon og forvaltningskostnader, har vært 4,3 prosent i samme periode.

De siste fem årene har fondet hatt en gjennomsnittlig avkastning på 8,3 prosent målt i fondets valutakurv før fradrag for forvaltningskostnader, eller om lag 7 000 milliarder kroner i regnskapsmessig resultat. Det største bidraget kommer fra fondets aksjeinvesteringer. Med et stort fond og en aksjeandel på rundt 70 prosent må vi være forberedt på at fondet også kan falle betydelig i verdi.

Finansdepartementet fastsetter den overordnede investeringsstrategien for fondet. Målet for Norges Banks forvaltning er å oppnå høyest mulig avkastning over tid, innenfor rammene av mandatet fra departementet. Hovedstyret fastsetter en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses.

Siden 2013 har Norges Bank gruppert forvaltningen i tre hovedstrategier: markedseksponering, verdipapirseleksjon og allokering. I strategiplanen for perioden 2026–2028, som hovedstyret fastsatte mot slutten av fjoråret, er disse strategiene i hovedsak videreført. Investeringsstrategiene skal utfylle hverandre og søker å utnytte fondets særtrekk. Vi forventer ikke at alle investeringsstrategiene til enhver tid vil gi meravkastning. Strategiene har forskjellig tidshorisont og resultatene vil variere med ulike markedsforhold. Målet er at de samlet skal gi meravkastning over tid.

Gjennom strategien for markedseksponering investeres fondet bredt i de aksjene og obligasjonene som inngår i referanseindeksen på en kostnadseffektiv måte. Strategien for verdipapirseleksjon innebærer å analysere selskaper og vurdere om fondet skal investere mer eller mindre i disse sammenlignet med referanseindeksen. Norges Bank benytter



Hovedstyret legger vekt på at resultatene i forvaltningen må vurderes samlet og over tid.

både interne og eksterne forvaltere til verdipapirseleksjon. Allokering består av ulike strategier som søker å forbedre fondets avkastnings- og risikoegenskaper på sikt. Fondets investeringer i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi omfattes av denne strategien.

I 2025 var fondets avkastning før forvaltningskostnader 0,28 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksen. Markedseksposering bidro positivt, mens verdipapirseleksjon og allokering trakk ned den relative avkastningen. Hovedstyret merker seg at fondets samlede avkastning de siste tre årene har vært lavere enn i referanseindeksen, som følge av det negative bidraget fra allokering.

Hovedstyret legger vekt på at resultatene i forvaltningen må vurderes samlet og over tid. I perioden 1998-2025 har den årlige avkastningen før fradrag for forvaltningskostnader vært 0,24 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet. Norges Bank har målt bidragene til meravkastning fra de tre hovedstrategiene siden 2013. Både siden 2013 og i de siste fem årene har årlig avkastning før forvaltningskostnader vært 0,19 prosentpoeng høyere enn i referanseindeksen. Hovedstyret er tilfreds med resultatene som er oppnådd i forvaltningen over tid.

Bidragene fra markedseksposering og verdipapirseleksjon har vært positive. Strategien for markedseksposering har, med unntak av 2018, bidratt positivt til den relative avkastningen hvert år siden 2013. Resultatene fra verdipapirseleksjon har variert noe mer, men bidratt positivt i åtte av 13 år.

Allokering, og særlig eiendomsinvesteringene, har bidratt negativt til fondets meravkastning. Siden 2017 har beslutninger om hvorvidt og hvordan fondet skal investere i eiendom vært delegert til Norges Bank innenfor rammer for avvik fra fondets referanseindeks.

Hovedstyret er ikke tilfreds med resultatene som er oppnådd i eiendomsforvaltningen over tid. Resultatene i eiendom har vært svake, både målt mot de aksjene og obligasjonene som er solgt for å finansiere dem, og sammenlignet med avkastningen i det brede eiendomsmarkedet målt ved en global indeks. Norges Bank Investment Management gjorde flere organisatoriske endringer knyttet til eiendomsforvaltningen i begynnelsen av 2025, og startet samtidig arbeidet med å justere eiendomsstrategien.



Målet om høyest mulig avkastning skal nås innenfor en akseptabel risiko.

Hovedstyret har nå fastsatt en ny strategi for eiendomsforvaltningen. Norges Bank investerer i eiendom for å nå målet om høyest mulig avkastning over tid. Investeringene i eiendom vil også kunne forbedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet på lang sikt. Strategien har til nå lagt vekt på å investere i tradisjonelle sektorer som kontor og detaljhandel i forhåndsbestemte land og byer. Fremover vil Norges Bank ha en bredere tilnærming til eiendomsinvesteringene og investere i flere sektorer og geografiske områder. Norges Bank vil i større grad investere i unotert eiendom gjennom eksterne forvaltere, fond og andre indirekte investeringsstrukturer. Det vil særlig være tilfelle for investeringer i nye eiendomssektorer. Hovedstyret har videre presisert at det skal fastsettes et rammeverk for finansieringen av unoterte investeringer som inkluderer vurderinger av underliggende risiko ved investeringen og justerer for belåning.

Finansdepartementet åpnet i 2019 for at Norges Bank kan investere inntil to prosent av fondet i unotert infrastruktur for fornybar energi. Siden 2019 har strategien vært å tilnærme seg investeringsmuligheter og bygge kompetanse gradvis. Norges Bank gjorde få investeringer de første årene, men har økt investeringene blant annet basert på vurderinger av bedre avkastningsforventninger. Flere nye investeringer gjennom 2025, herunder fondets første investering i strømmnett og første investering i et energiomstillingsfond, bidro til at andelen av fondet som er investert i unotert infrastruktur for fornybar energi økte fra 0,1 prosent til 0,4 prosent. Investeringene gjøres med en lang tidshorisont. Det taler for å vurdere resultatene over tid.

Målet om høyest mulig avkastning i Statens pensjonsfond utland skal nås innenfor en akseptabel risiko. Risikoen i fondet måles, analyseres og følges opp ved bruk av et bredt sett av måltall og ulike typer analyser. Det følger av mandatet at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av 2025 var forventet relativ volatilitet 0,37 prosentpoeng, mot 0,44 prosentpoeng ved forrige årsskifte.

Målt over hele perioden 1998-2025 har den realiserte relative volatiliteten vært 0,62 prosentpoeng.

Forvaltningen skal være kostnadseffektiv. Lave kostnader er ikke et mål i seg selv, men en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen bidrar til målet om høyest mulig avkastning etter kostnader. I perioden 2013-2025 har de årlige forvaltningskostnadene vært 0,05 prosent av forvaltet kapital. Hovedstyret er tilfreds med at forvaltningskostnadene over tid har vært lave sammenlignet med andre forvaltere.

Gjennom fondet eier vi en liten del av verdens største selskaper. En ansvarlig forvaltning søker å fremme langsiktig verdiskaping i selskapene, og at de begrenser negative ringvirkninger på miljøet og samfunnet rundt seg. På den måten understøtter det fondets finansielle formål.

Situasjoner med krig og konflikt innebærer økt risiko, og at Norges Bank som forvalter må utvise særlig aktsomhet. Situasjonen på Vestbredden og i Gaza er et eksempel på det. Hovedstyret har gjennom 2025 ytterligere styrket oppfølgingen i situasjoner med forhøyet risiko, som i land med krig og konflikt. I november 2025 oppnevnte Finansdepartementet et utvalg som skal vurdere fondets etiske rammeverk, og innførte midlertidige retningslinjer som skal gjelde frem til et nytt etisk rammeverk er på plass. Norges Bank fortsetter å forvalte fondet på en ansvarlig måte, innenfor gjeldende rammeverk.

Norges Banks hovedstyre

Oslo, 5. februar 2026



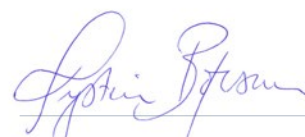
Ida Wolden Bache

leder for hovedstyret



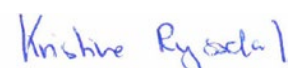
Pål Longva

første nestleder for hovedstyret



Øystein Børsum

andre nestleder for hovedstyret



Kristine Ryssdal

styremedlem



Arne Hyttnes

styremedlem



Thomas Eikeli

styremedlem



Hans Aasnæs

styremedlem



Nina Udnes Tronstad

styremedlem



Ragnhild Janbu Fresvik

styremedlem



Vi skal bli ledende

Vi lever i en urolig og uforutsigbar tid. Ofte er det slik at det først er om noen år at vi virkelig forstår hva som skjedde, og konsekvensene av det. I ettertid står hendelser og beslutninger frem i et klarere lys, men når man står midt i dem er det vanskelig å være skråsikker.



Fondets avkastning endte på 15,1 prosent, først og fremst på grunn av en sterk oppgang i de internasjonale aksjemarkedene.

Jeg reiser på en årlig hyttetur med noen venner hvor vi spør om hva vi tror vil skje i året som kommer. Når vi så møtes året etter spiller vi av et opptak av det vi sa vi trodde ville skje. Det går sjelden spesielt bra. I fjor endte vi med at 80 prosent av det vi spådde viste seg å være feil.

Og enda verre, hvis vi hadde spådd riktig om alt som skjedde i 2025, med stadig uro og overraskelser, ville vi alle trodd at de internasjonale markedene skulle falt betydelig. Isteden økte de, bare avbrutt av noen kortere fall, jevnt og trutt gjennom 2025.

Fjoråret ble nok et godt år for Statens pensjonsfond utland. Fondets avkastning endte på 15,1 prosent, først og fremst på grunn av en sterk oppgang i de internasjonale aksjemarkedene. For aksjeinvesteringene var det igjen de amerikanske teknologiselskapene som bidro mest, men også finansselskaper hadde et godt år. På tross av økningene i amerikanske tollsatser, ble den totale avkastningen på renteinvesteringene positiv.

Positiv må vi også kunne si at utviklingen innenfor investeringer i infrastruktur for fornybar energi har vært. Etter flere år hvor fokus har vært på å bygge opp en god og profesjonell investeringsavdeling, ble det i 2025 gjort flere store investeringer, blant annet i det største tyske strømnettet.

Over tid har vi sett at eiendomsinvesteringene våre ikke har skapt den avkastningen vi ønsker. I 2025 så vi oss derfor nødt til å endre strategien for disse investeringene og gjorde noen organisatoriske endringer. Jeg har stor tro på at vi gjennom disse tiltakene vil snu den negative trenden vi har sett de siste årene.

Det er vanskelig å si noe sikkert om fremtiden, men vi må allikevel forberede oss så godt vi kan. I 2025 la vi grunnlaget for årene som kommer gjennom en ny strategi frem til 2028.

Ambisjonen vår er tydelig, og den står på første side av strategidokumentet: Norges Bank Investment Management skal være den ledende og mest respekterte store investeringsorganisasjonen i verden.

Hvordan skal vi få til det? I all hovedsak gjennom å fortsette det gode arbeidet alle de ansatte gjør med å utnytte de fortrinnene fondet har – størrelse, langsiktighet og vi vil fortsette å være blant de ledende innenfor finans på bruk av teknologi og spesielt kunstig intelligens.

Oslo, 27. februar 2026

Nicolai Tangen

leder for Norges Bank
Investment Management



Høy avkastning på fondets investeringer

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på 15,1 prosent, eller 2 362 milliarder kroner i 2025 i regnskapsmessig resultat. Dette er den nest høyeste avkastningen fondet noen gang har hatt målt i kroner.

Fondets verdi økte med 1 526 milliarder kroner i løpet av året. Avkastning og tilførsel av ny kapital bidro til veksten, mens en sterkere kronekurs mot valutaene fondet er investert i bidro til å redusere verdien målt i norske kroner.

Ved utgangen av 2025 var fondet investert i 68 land og 41 valutaer. Avkastningen måles primært i internasjonal valuta, som er en vektet sammensetning av valutaene i referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen kalles for fondets valutakurv. Ved utgangen av 2025 bestod valutakurven av 34 valutaer. Om ikke annet er oppgitt, er resultatene i denne rapporten målt i fondets valutakurv.

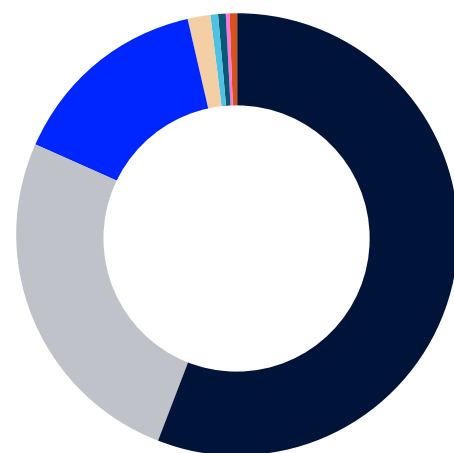
TABELL 1 Nøkkeltall i milliarder kroner.

	2025	2024	2023	2022	2021
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringer	15 173	14 113	11 174	8 677	8 884
Renteinvesteringer	5 649	5 253	4 272	3 412	3 135
Unoterte eiendomsinvesteringer	372	364	301	330	312
Unoterte infrastrukturinvesteringer ¹	91	25	18	15	14
Markedsverdi på investeringsporteføljen²	21 286	19 755	15 765	12 434	12 345
Utsatt skatt	-11	-13	-8	-4	-5
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ³	-8	0	0	0	1
Fondets verdi²	21 268	19 742	15 757	12 429	12 340
Tilførsel av kapital	327	409	711	1 090	80
Uttak av kapital	0	0	0	0	-199
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ⁴	0	-7	-7	-5	-10
Fondets avkastning ⁴	2 362	2 511	2 214	-1 637	1 580
Endring som følge av svingninger i kronekursen ⁶	-1 155	1 072	409	642	-25
Endring i påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring	-7	0	0	0	6
Endring i fondets verdi	1 526	3 985	3 327	89	1 432
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital	6 191	5 864	5 455	4 744	3 654
Samlet uttak av kapital ³	-687	-687	-687	-687	-687
Avkastning av aksjeinvesteringer ⁵	11 889	9 786	7 326	5 284	6 490
Avkastning av renteinvesteringer ⁵	1 494	1 252	1 192	970	1 401
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer ⁵	76	67	71	119	120
Avkastning av unoterte infrastrukturinvesteringer ^{1,5}	10	2	2	2	1
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁴	-85	-77	-70	-63	-58
Akkumulerte svingninger i kronekursen	2 391	3 547	2 475	2 065	1 423
Akkumulert utsatt skatt ⁶	-12	-12	-8	-4	-5
Fondets verdi	21 268	19 742	15 757	12 429	12 340
Samlet avkastning	13 457	11 095	8 584	6 370	8 007
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	13 372	11 017	8 514	6 307	7 949

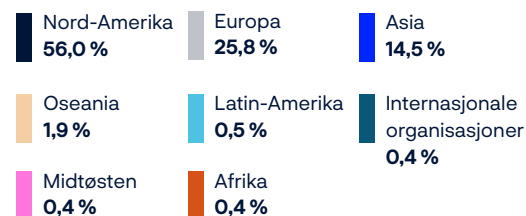
¹ Første infrastrukturinvestering ble gjort i andre kvartal 2021.² Markedsverdien på investeringsporteføljen er presentert før utsatt skatt og fordring/gjeld knyttet til forvaltningsgodtgjøring.³ Samlet tilførsel og uttak av kapital presenteres i tabellen justert for påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.⁴ Forvaltningskostnader er beskrevet i regnskapets [note 12](#).⁵ Fondets avkastning på 2 362 milliarder kroner inkluderer regnskapsmessig effekt av endring i balanseført utsatt skatt. Avkastningen på investeringsporteføljene inkluderer ikke utsatt skatt og var på 2 361 milliarder kroner.⁶ Inkluderer ikke effekten av svingninger i kronekursen på utsatt skatt.

TABELL 2 Fondets ti største beholdninger i prosent per 31. desember 2025, fordelt på land.

Land	Totalt	Aksjer	Rentepapirer	Unotert eiendom	Unotert infrastruktur
USA	52,9	38,8	13,4	0,74	0,00
Japan	6,0	4,5	1,4	0,04	
Storbritannia	5,5	3,5	1,6	0,41	0,03
Tyskland	4,5	2,2	2,1	0,09	0,08
Frankrike	3,4	2,0	1,1	0,30	
Canada	3,3	1,8	1,6		
Sveits	2,6	2,1	0,4	0,05	
Kina	2,5	2,5			
Nederland	2,0	1,3	0,7	0,02	0,06
Taiwan	1,9	1,9			

FIGUR 1 Fondets investeringer i prosent per 31. desember 2025. Aksjer, unotert eiendom og infrastruktur fordelt etter land og obligasjoner fordelt etter valuta.**TABELL 3** Avkastningstall i prosent.

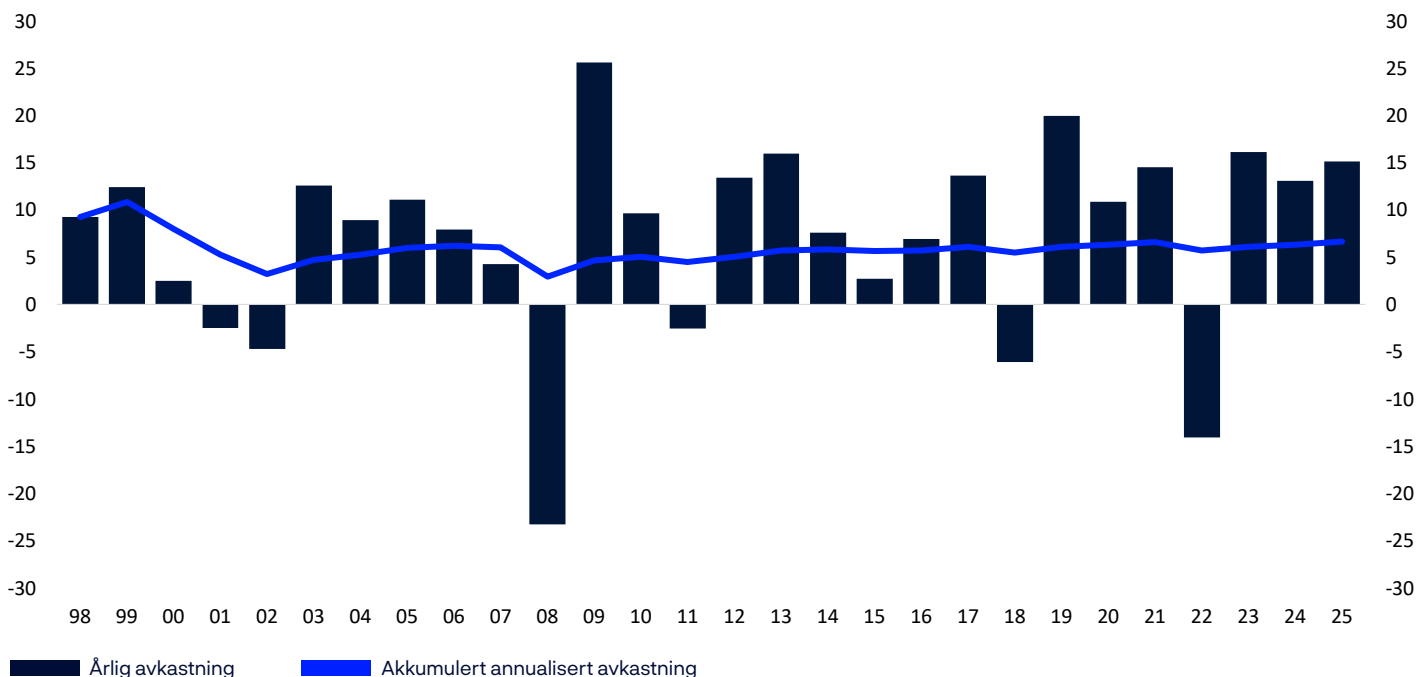
	2025	2024	2023	2022	2021
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringer	19,29	18,19	21,25	-15,36	20,76
Renteinvesteringer	5,42	1,28	6,13	-12,11	-1,93
Unoterte eiendomsinvesteringer	4,36	-0,57	-12,37	0,07	13,64
Unoterte infrastrukturinvesteringer	18,07	-9,81	3,68	5,12	4,15
Fondets avkastning	15,11	13,09	16,14	-14,11	14,51
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)					
	-0,28	-0,45	-0,18	0,87	0,75
Avkastning målt i norske kroner					
Aksjeinvesteringer	9,85	28,10	26,26	-9,27	20,67
Renteinvesteringer	-2,92	9,77	10,51	-5,78	-2,01
Unoterte eiendomsinvesteringer	-3,90	7,77	-8,75	7,27	13,55
Unoterte infrastrukturinvesteringer	8,73	-2,25	7,96	12,69	7,24
Fondets avkastning	6,00	22,57	20,93	-7,93	14,42



TABELL 4 Fondets avkastning i prosent per 31. desember 2025, målt i ulike valutaer.

	Siden 01.01.1998 Annualiserte tall	2025	2024	2023	2022	2021
Amerikanske dollar	6,72	19,36	9,60	17,30	-17,58	11,09
Euro ¹	6,46	5,23	16,92	13,33	-12,18	19,53
Britiske pund	7,52	11,13	11,56	10,68	-7,19	12,12
Norske kroner	7,95	6,00	22,57	20,93	-7,93	14,42
Valutakurven	6,64	15,11	13,09	16,14	-14,11	14,51

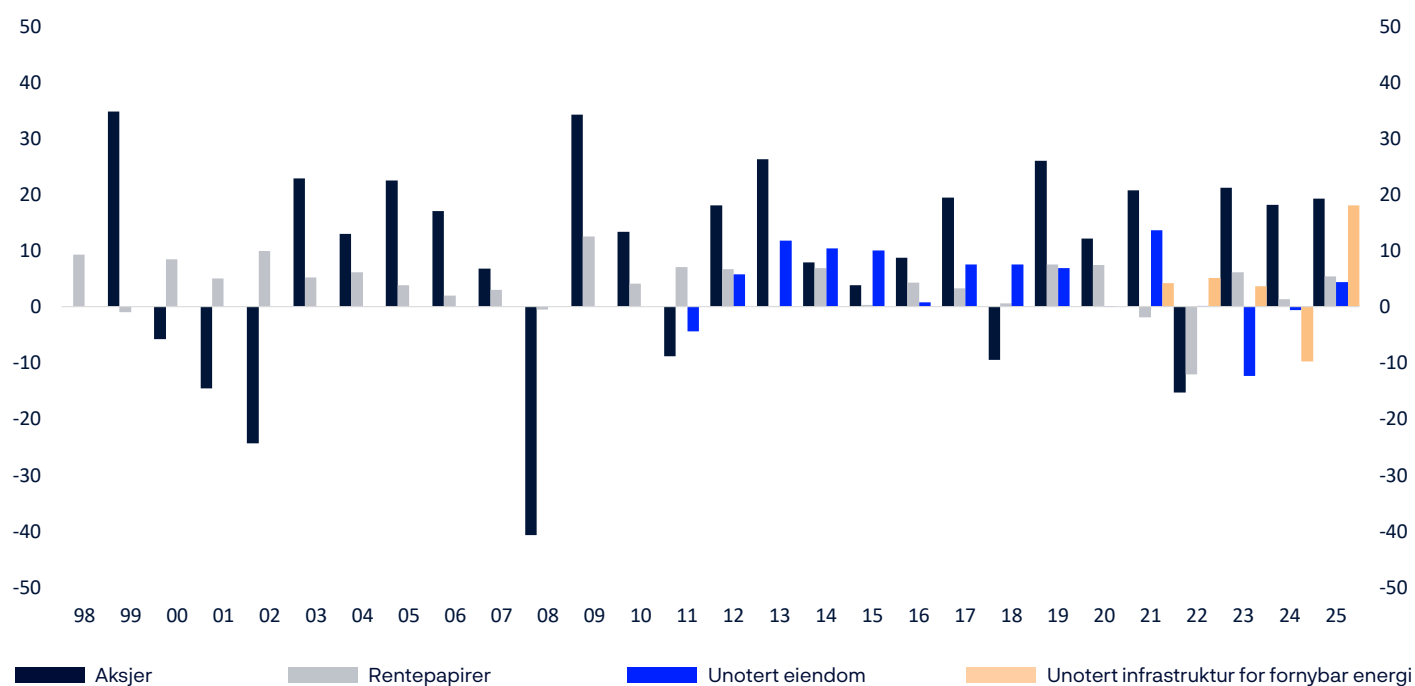
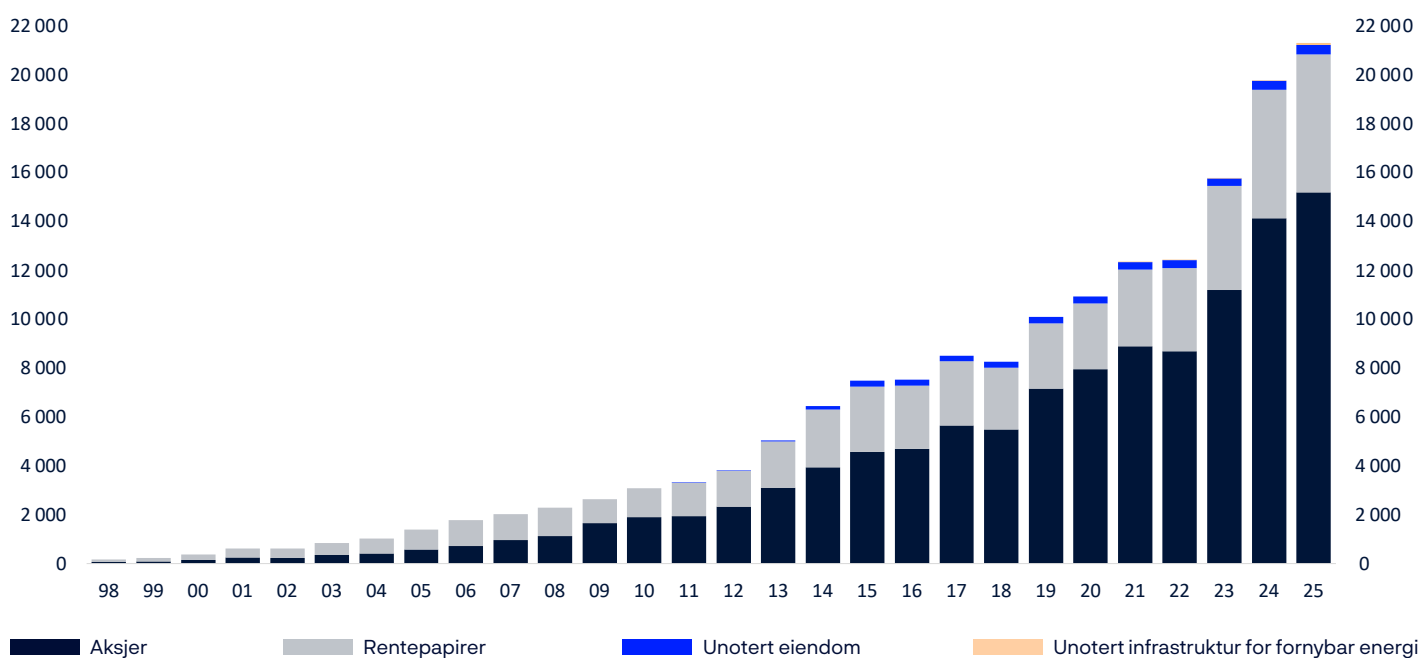
¹ Euro ble introdusert som valuta 01.01.1999. WM/Reuters sin eurokurs er benyttet som anslag for 31.12.1997.

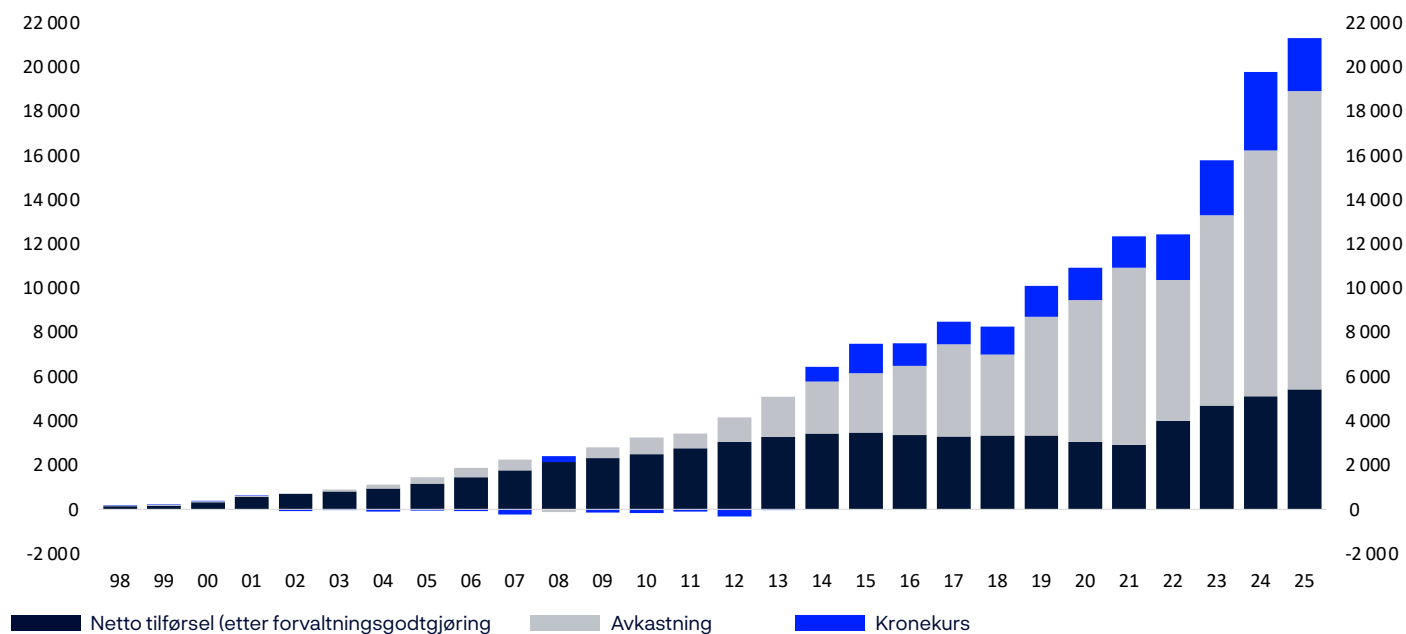
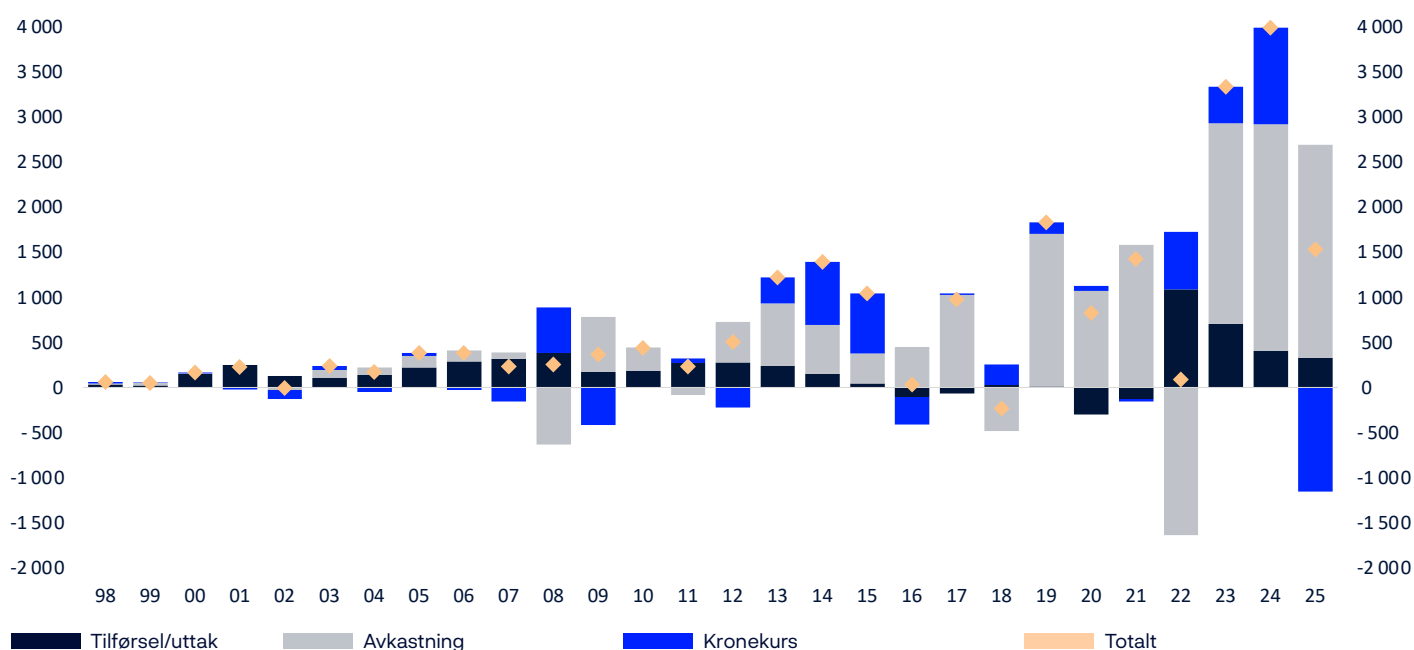
FIGUR 2 Årlig avkastning og akkumulert annualisert avkastning på fondet i prosent.**TABELL 5** Historiske nøkkeltall i prosent per 31. desember 2025. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv.

	Siden 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	6,64	8,05	8,47	8,26	15,11
Årlig prisvekst (prosent)	2,13	2,38	2,78	4,06	2,41
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,07	0,05	0,05	0,04	0,04
Fondets netto realavkastning (prosent)	4,34	5,49	5,49	3,99	12,36
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	8,32	8,77	9,55	9,50	6,21
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,24	0,17	0,19	0,19	-0,28
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,62	0,39	0,40	0,45	0,33
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,39	0,41	0,42	0,33	-0,78

¹ Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.

² IR er forholdstallet mellom fondets gjennomsnittlige månedlige relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per relativ risikoenhet.

FIGUR 3 Historisk avkastning i prosent, fordelt på aktivklassene.**FIGUR 4** Fondets markedsverdi i milliarder kroner, fordelt på aktivklassene.

FIGUR 5 Fondets markedsverdi i milliarder kroner.**FIGUR 6** Endringer i markedsverdien i milliarder kroner.



2. Investeringene

21	Aksjer
26	Rentepapirer
30	Eiendom
36	Unotert infrastruktur for fornybar energi
39	Investeringsrisiko
43	Relativ avkastning





Oslo-kontoret vårt.

Sterkt år for aksjeinvesteringene

Fondets aksjeinvesteringer ga en avkastning på 19,3 prosent i 2025. Høy selskapsinntjening, optimisme rundt kunstig intelligens og rentekutt fra sentralbankene løftet aksjemarkedene, støttet av solid vekst i amerikansk økonomi. Geopolitisk usikkerhet og ny handelspolitikk skapte tidvis uro, men markedene hentet seg raskt inn og nådde nye rekorder.

Amerikanske teknologiaksjer bidro mest til den positive avkastningen, særlig de største teknologiselskapene.

32,4 %

avkastning på finansselskaper

Høyest avkastning for finansselskaper

Finansselskaper fikk høyest avkastning i 2025 på 32,4 prosent. Verdsettelsen av europeiske banker økte etter hvert som investorene ble tryggere på at inntjeningen ville holde seg over tid. Mindre regulering og fortsatt høy aktivitet i kapitalmarkedene bidro også positivt til avkastningen for større amerikanske banker.

Selskaper som produserer materialer hadde den nest høyeste avkastningen på 29,9 prosent. Prisene på flere råvarer steg i løpet av året, særlig gull og kobber. Økt usikkerhet i verdensøkonomien og lavere renter bidro til høyere gullpris, mens driftsstans i flere kobbergruver presset opp prisen på kobber.

Telekommunikasjonsselskaper ga den tredje høyeste avkastningen på 26,7 prosent. Avkastningen var i stor grad drevet av det sørkoreanske selskapet Samsung Electronics, som har virksomhet innen flere bransjer. Økt etterspørsel etter selskapets minnebrikker, blant annet som følge av økt bruk innen kunstig intelligens, bidro til oppgangen.

Eiendomsselskaper leverte den svakeste avkastningen på 1,6 prosent. Utviklingen i det amerikanske arbeidsmarkedet bekymret investorene. Verdiane falt i deler av eiendomsmarkedet som er særlig avhengige av husholdningenes forbruk, som bolig og minilager.

Enkeltinvesteringer

Ved utgangen av 2025 var fondet investert i 7 201 selskaper mot 8 659 selskaper i 2024. Nedgangen skyldes i hovedsak endringer i referanseindeksen for aksjer.

Investeringene i teknologiselskapene NVIDIA Corp, Alphabet Inc og Broadcom Inc bidro mest til fondets avkastning i 2025. Fondets største verdifall i enkeltelskaper var i helseselskapene Novo Nordisk A/S, UnitedHealth Group Inc og industriselskapet Fiserv Inc.

Fondet deltok totalt i 100 børsnoteringer. De største børsnoteringene som fondet kjøpte aksjer i, var i Contemporary Amperex Technology Co, Venture Global Inc og Figma Inc. Blant børsnoteringene hadde fondet sine største

1,5 %

gjennomsnittlig eierandel i verdens børsnoterte selskaper

prosentvise eierandeler i Medline Inc, Verisure PLC og Alliance Laundry Holdings Inc.

Eierandelen var høyere enn 2 prosent i 1 000 selskaper og over 5 prosent i 68 selskaper. Ved utgangen av året hadde fondet en gjennomsnittlig eierandel på 1,5 prosent i verdens børsnoterte selskaper.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkeltsekskap, utenom børsnoterte eiendomsselskaper, var i Croda International PLC. Eierandelen på 9,2 prosent hadde en verdi på 4,7 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkeltsekskap, med unntak av børsnoterte eiendomsselskaper.

En fullstendig oversikt over fondets aksjeinvesteringer, er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

Eksterne forvaltere

Norges Bank Investment Management benytter eksterne forvaltere til å håndtere deler av fondets aksjeinvesteringer. Vi bruker eksterne aksjeforvaltere i markeder og segmenter der inngående kunnskap om selskapene, lokale forretningsforhold og utviklingen i markedene er avgjørende for å ta gode investeringsbeslutninger.

Ved utgangen av 2025 var 1 062 milliarder kroner, eller 5,0 prosent av fondets midler, satt ut til eksterne forvaltere, opp fra 994 milliarder kroner ved inngangen til året. Vi tildelte 14 nye mandater og avsluttet 17 eksisterende mandater i løpet av året. Totalt ble 111 mandater forvaltet eksternt av 103 organisasjoner.

Vi bruker eksterne forvaltere innen flere investeringsstrategier. I fremvoksende markeder bruker vi lokale aksjeforvaltere med landsspesifikke mandater. I utviklede markeder i Asia benytter vi lokale forvaltere, hovedsakelig med fokus på selskaper med lav markedsverdi, og i Europa har vi forvaltere med regionale mandater. Vi bruker også sektorspesifikke mandater på tvers av markeder, der spesialisert kompetanse er særlig verdifull. Flere forvaltere med europeiske og sektorbaserte mandater kan selge aksjer utover dem som inngår i referanseindeksen de måles mot (long-short-mandater). Salget er likevel begrenset til aksjer som inngår i fondets portefølje.

1,7 %

i gjennomsnittlig årlig meravkastning

Eksterne forvaltere har levert gode resultater over tid. Siden vi startet å investere med eksterne forvaltere i 1998, har de slått markedet i 25 av 28 år, etter kostnader. Den gjennomsnittlige årlige meravkastningen etter kostnader har vært 1,7 prosent og har til sammen økt fondets inntekter med 93 milliarder kroner, etter kostnader.

Mer informasjon om bruken av eksterne forvaltere, er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

TABELL 6 Avkastning i prosent på fondets største aksjeinvesteringer i 2025. Fordelt etter land.

Land	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av aksjeinvesteringene ¹
USA	11,9	16,0	54,7
Japan	20,4	24,5	6,4
Storbritannia	27,6	23,2	4,9
Kina	28,5	27,6	3,6
Tyskland	24,1	13,5	3,1
Sveits	31,6	19,3	3,0
Frankrike	22,5	12,0	2,8
Taiwan	37,3	36,5	2,7
Canada	33,2	31,6	2,5
India	-1,4	7,3	2,1

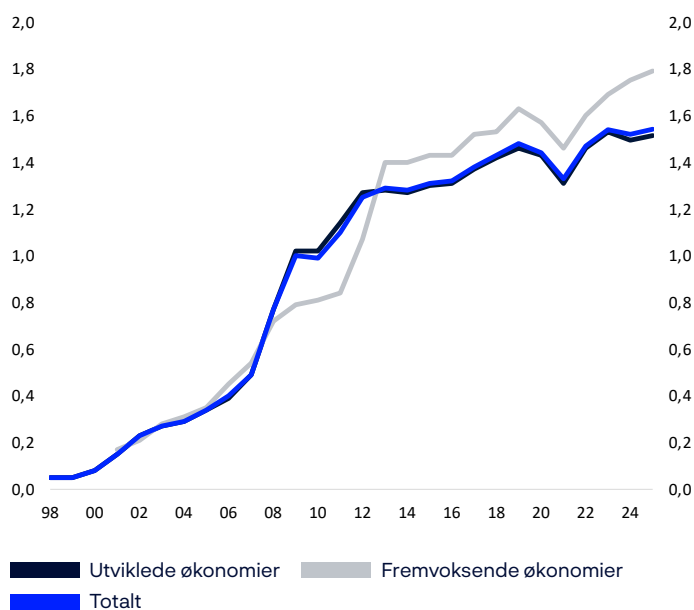
¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

TABELL 7 Avkastning i prosent på fondets aksjeinvesteringer i 2025. Målt i internasjonal valuta og fordelt på sektor.

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen ¹
Teknologi	24,1	28,5
Finans	32,4	16,9
Varige konsumvarer	7,8	13,2
Industri	18,0	12,7
Helse	10,4	9,3
Eiendom	1,6	4,2
Konsumvarer	3,9	3,8
Materialer	29,9	3,4
Telekommunikasjon	26,7	2,9
Energi	19,2	2,8
Kraft- og vannforsyning	21,2	2,4

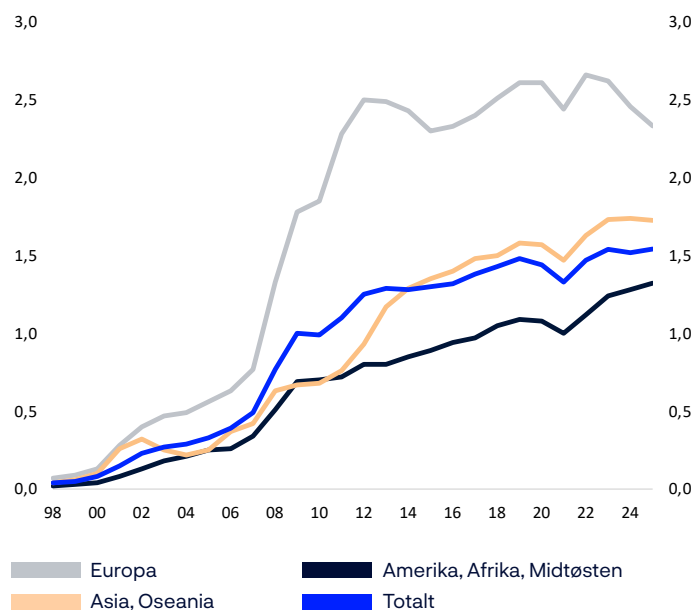
¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

FIGUR 7 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer i referanseindeksen.



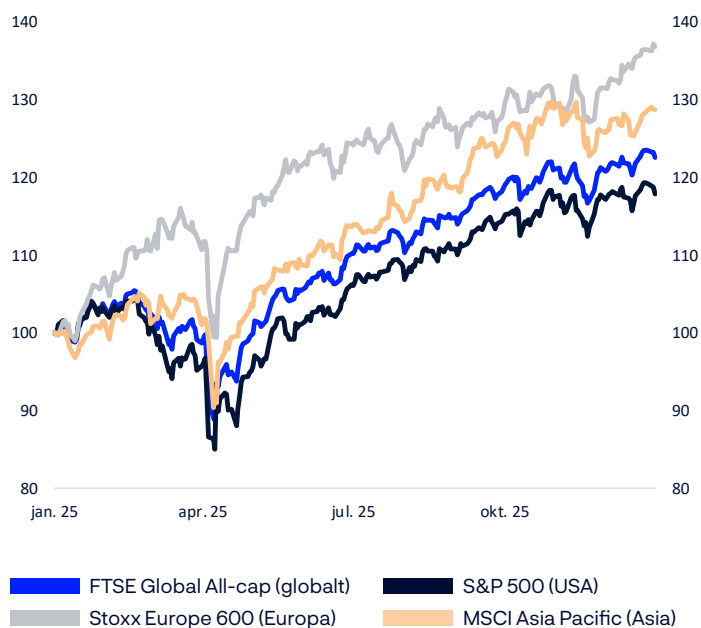
KILDE: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

FIGUR 8 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer i referanseindeksen.



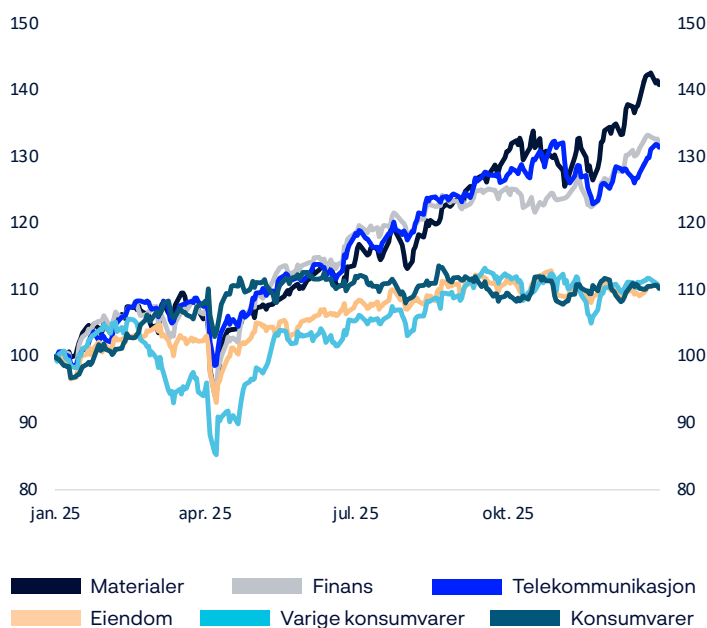
KILDE: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

FIGUR 9 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2024 = 100.



KILDE: Bloomberg

FIGUR 10 Kursutviklingen på de tre sektorene med høyest og lavest avkastning i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2024 = 100.



KILDE: FTSE Russell



Oslo-kontoret vårt.

Positiv avkastning på renteinvesteringene

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 5,4 prosent i 2025. Rentemarkedene var preget av store svingninger gjennom året, særlig i første halvår. Amerikanske tollsatser bidro til økt usikkerhet i markedene.

Den amerikanske sentralbanken holdt styringsrenten uendret gjennom første halvår av 2025. I andre halvår ble renten kuttet tre ganger, til sammen med 0,75 prosentpoeng. Den europeiske sentralbanken fortsatte rentekuttene som startet i juni 2024, og satte styringsrenten ned med til sammen 1,0 prosentpoeng i første halvår. Renten ble deretter holdt uendret resten av året.

4,1 %

avkastning på statsobligasjoner

Positiv avkastning i eurosonen

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 4,1 prosent i 2025 og utgjorde 56,4 prosent av renteinvesteringene.

Amerikanske statsobligasjoner ga en avkastning på 2,9 prosent og utgjorde 32,5 prosent av renteinvesteringene. De lange amerikanske rentene svingte mye gjennom året og endte noe lavere enn ved årsskiftet. En svakere amerikansk dollar trakk samtidig ned avkastningen.

Statsobligasjoner i eurosonen ga en avkastning på 8,7 prosent og utgjorde 10,5 prosent av renteinvesteringene. Til tross for rentekutt steg de lange rentene gjennom året, noe som bidro til en brattere rentekurve. Avkastningen var i hovedsak drevet av en sterkere euro.

Japanske statsobligasjoner fikk en avkastning på -8,8 prosent og stod for 4,6 prosent av renteinvesteringene. Den japanske sentralbanken fortsatte å stramme inn pengepolitikken og hevet styringsrenten to ganger i løpet av året, til 0,75 prosent. Inflasjonen holdt seg godt over sentralbankens mål på 2 prosent, og markedene priset inn ytterligere renteøkninger fremover.

TABELL 8 Avkastning i prosent på fondets største obligasjonsbeholdninger i 2025. Fordelt etter valuta.

Valuta	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av renteinvesteringene
Amerikanske dollar	3,3	7,1	53,0
Euro	10,4	1,0	26,9
Britiske pund	8,6	4,8	4,9
Japanske yen	-8,5	-5,4	4,8
Kanadiske dollar	3,9	2,7	4,5
Australske dollar	7,7	3,7	2,5
Singaporske dollar	5,6	3,2	1,7
Sveitsiske franc	10,2	-0,1	1,0
Svenske kroner	18,6	2,6	0,7
Danske kroner	8,4	-0,8	0,5



Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 6,6 prosent og utgjorde 25,0 prosent av renteinvesteringene.

Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 6,6 prosent og utgjorde 25,0 prosent av renteinvesteringene. Lavere kredittpåslag, som er den kompensasjonen investorer krever for å holde selskapsobligasjoner fremfor mindre risikable alternativer, bidro positivt til avkastningen.

En fullstendig oversikt over fondets renteinvesteringer, er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

TABELL 9 Avkastning i prosent på fondets renteinvesteringer i 2025. Målt i internasjonal valuta og fordelt på sektor.

Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	4,1	56,4
Statsrelaterte obligasjoner ²	7,7	9,1
Realrenteobligasjoner ²	4,9	6,1
Selskapsobligasjoner	6,6	25,0
Pantesikrede obligasjoner	11,7	5,8

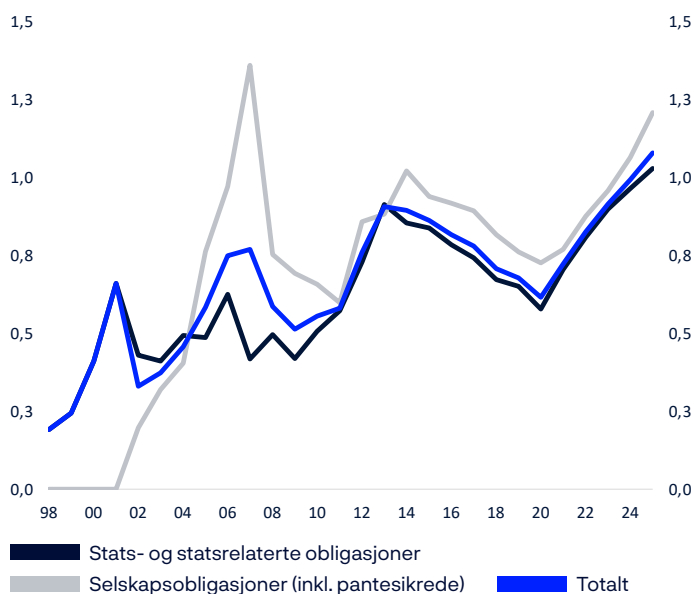
¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

² Nasjonale stater utsteder flere typer obligasjoner, og disse grupperes i ulike kategorier for fondets renteinvesteringer. Obligasjoner som er utstedt av et land i landets egen valuta, klassifiseres som statsobligasjoner. Obligasjoner som er utstedt av et land i et annet lands valuta, inngår i kategorien statsrelaterte obligasjoner. Realrenteobligasjoner som er utstedt av et land, inngår i kategorien realrenteobligasjoner.



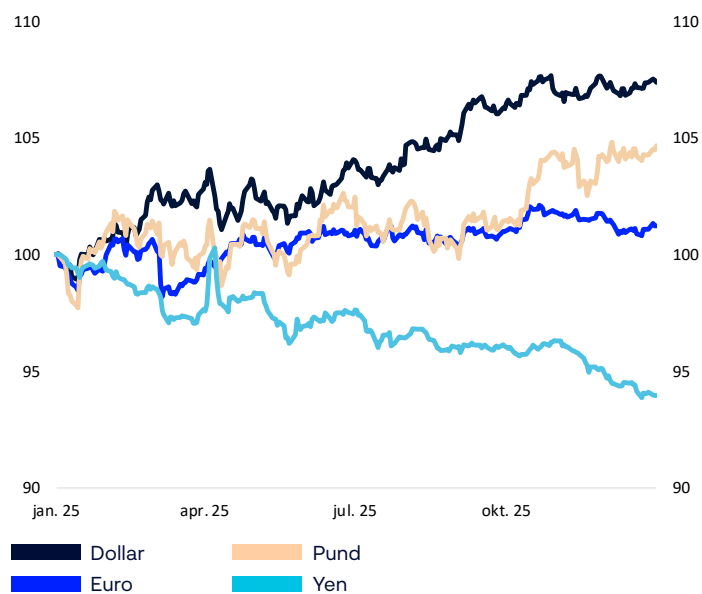
New York-kontoret vårt.

FIGUR 11 Fondets eierandeler i obligasjonsmarkedene. Prosent av markedsverdien til obligasjoner i referanseindeksen.



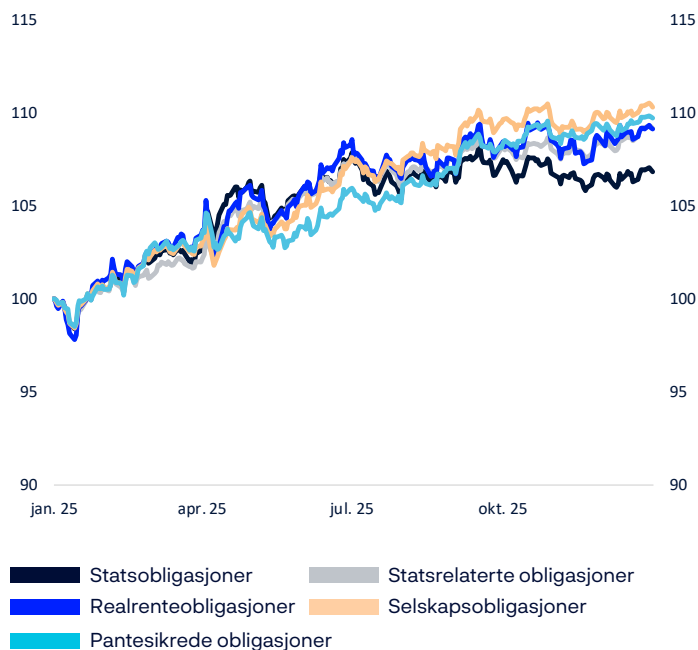
KILDE: Bloomberg

FIGUR 12 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2024 = 100.



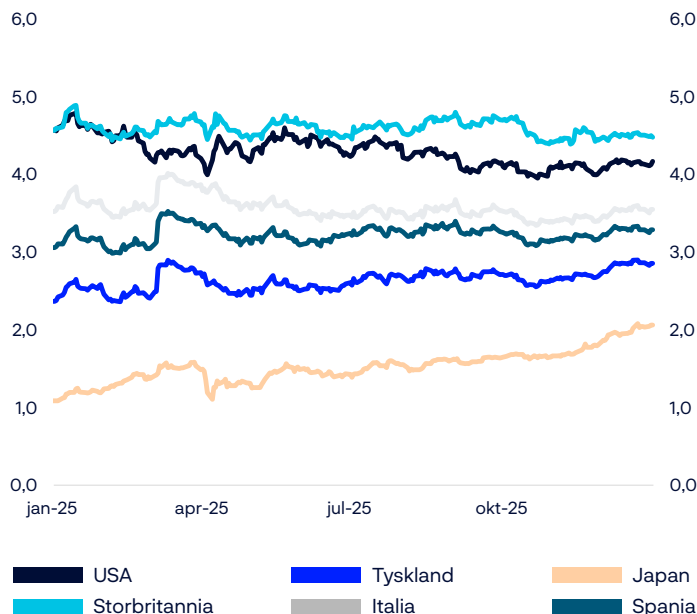
KILDE: Bloomberg

FIGUR 13 Kursutviklingen for ulike typer obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2024 = 100.



KILDE: Bloomberg

FIGUR 14 Utviklingen i prosent for rentene på tiårige statsobligasjoner.



KILDE: Bloomberg



I 2025 investerte vi i en logistikkportefølje med 48 bygninger i USA, i et nytt partnerskap med Goodman Group.

Positiv avkastning på eiendomsinvesteringene

Fondets investeringer i eiendom ga en samlet avkastning på 0,2 prosent og utgjorde 3,1 prosent av fondet ved utgangen av 2025. De unoterte eiendomsinvesteringene fikk en avkastning på 4,4 prosent. Avkastningen på de børsnoterte eiendomsinvesteringene var -4,0 prosent.



I 2025 etablerte vi en ny strategi for eiendomsinvesteringene, som trer i kraft fra 2026.

Fondets strategi for eiendom omfatter både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Samlet utgjorde eiendomsinvesteringene 668 milliarder kroner ved utgangen av året.

I 2025 etablerte vi en ny strategi for eiendomsinvesteringene, som trer i kraft fra 2026. Strategien innebærer en gradvis overgang fra geografisk konsentrasjon til bredere sektordiversifisering på tvers av ulike typer eiendom. Vi vil i større grad delegere den operasjonelle forvaltningen av eiendommene, og en økende andel av investeringene vil skje gjennom indirekte strukturer, [som fond som investerer i eiendom](#). Eiendomsforvaltningen ble omorganisert i løpet av året for å støtte gjennomføringen av den nye strategien.

Vi vil fortsette å oppnå eksponering mot eiendomsmarkedet gjennom både børsnoterte og unoterte eiendomsinvesteringer. Vår lange investeringshorisont gjør oss godt egnet til å håndtere høyere kortsiktig svingninger i den børsnoterte eiendomsporteføljen.

TABELL 10 Verdien på eiendomsinvesteringene i millioner kroner per 31. desember 2025.

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	372 377
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	295 755
Aggregerte eiendomsinvesteringer	668 132

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer.



Likviditeten i eiendomsmarkedene bedret seg i 2025 sammenlignet med tidligere år.



I 2025 inngikk vi avtale om å kjøpe 95 prosent av en kontoreiendom på 1177 Avenue of the Americas i New York.

Unotert eiendom

De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en markedsverdi på 372 milliarder kroner og utgjorde 1,7 prosent av fondet ved utgangen av 2025. Investeringene utgjorde 55,7 prosent av den samlede eiendomsporteføljen.

Fondets investeringer i unotert eiendom er hovedsakelig innen kontor, handel og logistikk. Kontoreiendommene utgjør om lag halvparten av porteføljen.

Likviditeten i eiendomsmarkedene bedret seg i 2025 sammenlignet med tidligere år. Transaksjonsvolumene fortsatte å ta seg opp i de fleste markeder. Prisene på eiendom stabiliserte seg i tradisjonelle sektorer, som kontor og handel, mens investorer i økende grad investerte i nyere sektorer med høyere vekst, som datasentre.

Aktiviteten var høy i 2025, med investeringer på tvers av ulike sektorer. Flere av transaksjonene som ble initiert i slutten av 2024 ble fullført i 2025.

I mandatet til Norges Bank har Finansdepartementet satt en øvre grense for investeringer i unotert eiendom på inntil 7 prosent av fondets verdi.

TABELL 11 Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer i prosentpoeng.

	Siden 01.04.2011	2025	2024	2023	2022	2021
Leieinntekter	3,8	4,0	3,9	3,4	3,1	3,4
Verdiendringer	0,6	-1,1	-4,8	-16,2	-3,0	9,8
Transaksjonskostnader	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Resultat av valutajusteringer	3,8	1,7		1,1	0,1	0,2
Totalt (prosent)	4,0	4,4	-0,6	-12,4	0,1	13,6

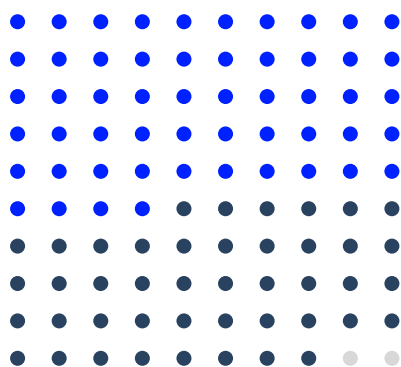
17,0 %

av eiendoms-
investeringene er
i London

5,2 %

avkastning i Europa

Andel av porteføljen



● Europa ● Nord-Amerika

● Japan

TABELL 12 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer per 31. desember 2025.

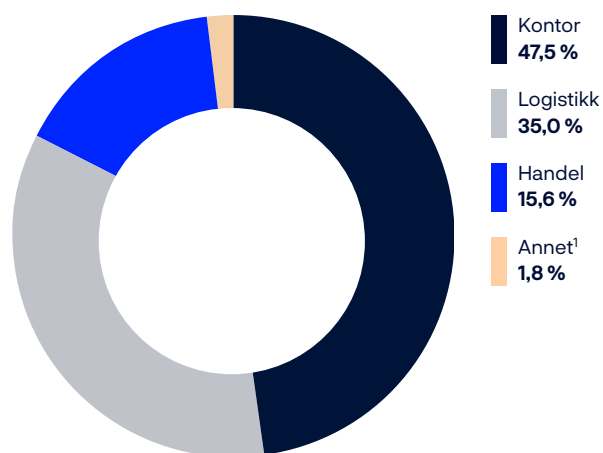
Handel, kontor og annet per by ¹	Prosent
London	17,0
Paris	15,1
New York	7,4
Boston	7,3
Berlin	3,8
San Francisco	3,1
Washington, D.C.	3,0
Zurich	2,9
Tokyo	2,0
Sheffield	1,9
Andre	1,4
Logistikk per land	Prosent
USA	22,8
Storbritannia	4,3
Frankrike	1,4
Tyskland	1,4
Nederland	1,1
Spania	1,1
Italia	1,0
Tsjekkia	0,7
Andre land	1,1

¹ Ekskludert investeringer i logistikk.

TABELL 13 Avkastning i prosent på fondets unoterte eiendomsinvesteringer per 31. desember 2025, sortert på marked.

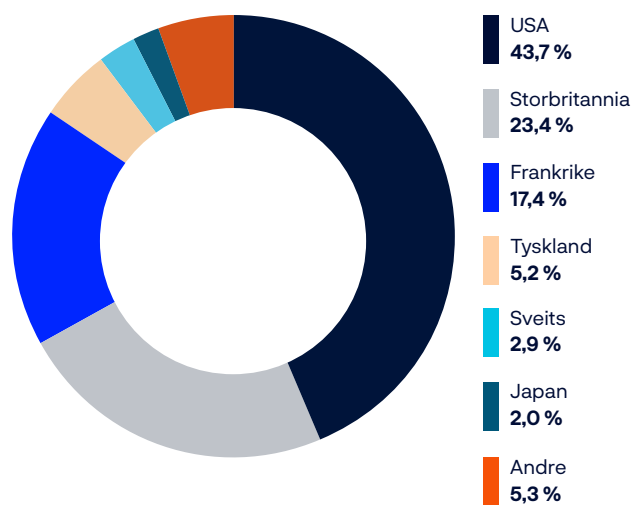
Marked	Avkastning	Andel av porteføljen
Europa	5,2	54,3
Nord-Amerika	-0,5	43,7
Japan	5,3	2,0

FIGUR 15 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter sektor per 31. desember 2025.

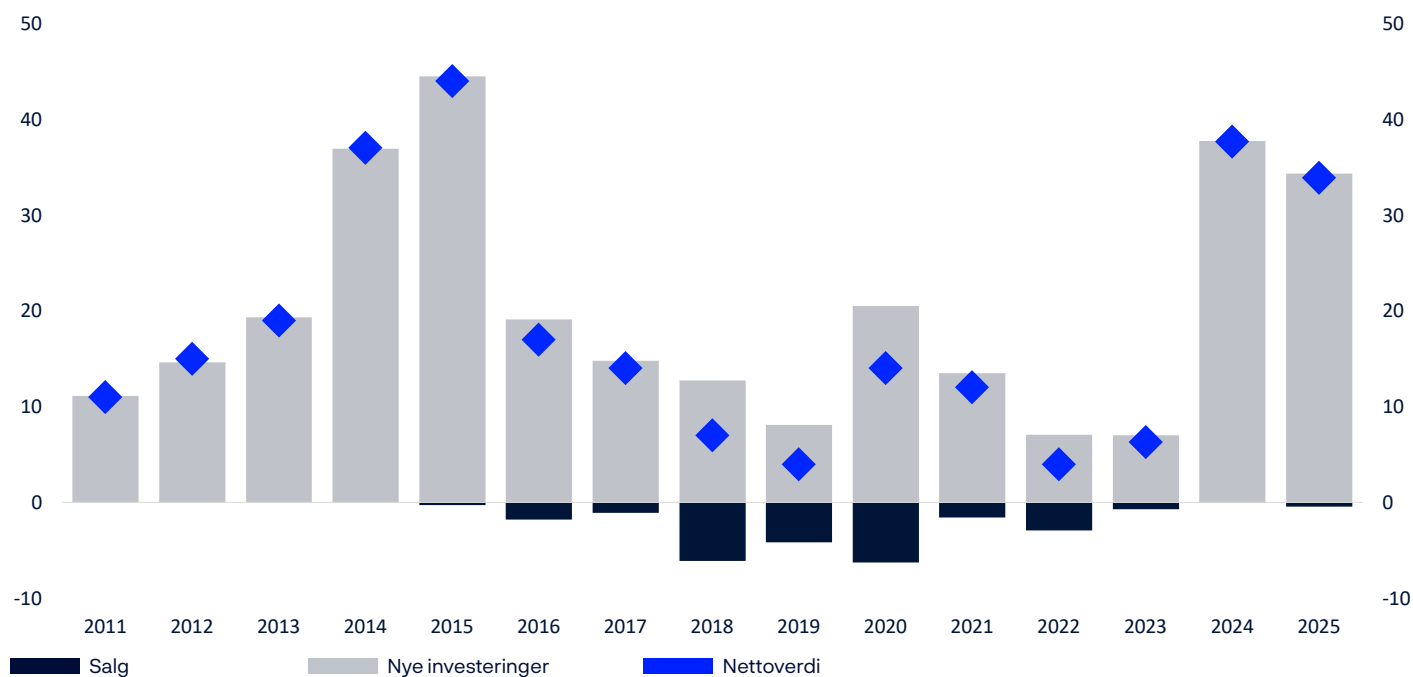


¹Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer

FIGUR 16 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter land per 31. desember 2025.



FIGUR 17 Årlige investeringer i unotert eiendom. Gjennomførte transaksjoner i milliarder kroner.



1,4 %

av fondet er investert
i børsnotert eiendom

Børsnotert eiendom

Investeringene i børsnotert eiendom utgjorde 1,4 prosent av fondet ved utgangen av 2025. Investeringene utgjorde 44,3 prosent av eiendomsforvaltningen og besto av 44 selskaper.

Ved utgangen av 2025 hadde fondet sin høyeste eierandel på 25,2 prosent i det børsnoterte eiendomsselskapet Shaftesbury Capital PLC og 14,0 prosent i Vonovia SE. Investeringen i Welltower Inc var den største målt i verdi, på 54,9 milliarder kroner.

En fullstendig oversikt over fondets eiendomsinvesteringer, er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

TABELL 14 Fondets største eierandeler i eiendomsforvaltningens børsnoterte investeringer i prosent per 31. desember 2025.

Selskap	Land	Eierandel ¹
Shaftesbury Capital PLC	Storbritannia	25,2
Vonovia SE	Tyskland	14,0
Alexandria Real Estate Equities Inc	USA	9,5
Rayonier Inc	USA	9,4
Great Portland Estates PLC	Storbritannia	9,3
Gecina SA	Frankrike	9,3
Equity Residential	USA	9,2
Regency Centers Corp	USA	9,1
Vornado Realty Trust	USA	9,1
Grainger PLC	Storbritannia	9,0

¹ Eierandelen inkluderer også beholdninger som er en del av aksjeforvaltningen.

TABELL 15 Fondets største beholdninger i eiendomsforvaltningens børsnoterte investeringer. I millioner kroner per 31. desember 2025.

Selskap	Land	Beholdning ¹
Welltower Inc	USA	54 872
Vonovia SE	Tyskland	34 556
Digital Realty Trust Inc	USA	34 326
Equity Residential	USA	22 158
Invitation Homes Inc	USA	14 479
AvalonBay Communities Inc	USA	14 014
Extra Space Storage Inc	USA	12 245
Regency Centers Corp	USA	11 914
Public Storage	USA	11 476
Segro PLC	Storbritannia	11 003

¹ Beholdningene inkluderer også beholdninger som er en del av aksjeforvaltningen.



Unotert infrastruktur for fornybar energi

Investeringene i unotert infrastruktur for fornybar energi ga en avkastning på 18,1 prosent og utgjorde 0,4 prosent av fondet ved utgangen av året.

Avkastningen består av løpende nettoinntekter og endringer i verdien av eiendelene i perioden. Verdsettelsen påvirkes blant annet av forventede fremtidige strømpriser, produksjonsvolum og kapitalkostnader. Verdien av eiendelene reduseres gradvis etter hvert som den gjenværende levetiden blir kortere.



I 2025 gjorde vi betydelige investeringer for å utvide og diversifisere porteføljen innen havvind og elektrisitetsoverføring.

TABELL 16 Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi per 31. desember 2025.

	Verdi ¹
Markedsverdi (millioner kroner) ¹	91 335
Avkastning (prosent)	18,1

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer.

TABELL 17 Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi per 31. desember 2025.

	Verdi ¹
Vindkraft	59,9
Strømnett	29,3
Solkraft	10,0
Annet	0,8

De første årene gjorde vi få investeringer. Nå har vi økt investeringsaktiviteten blant annet basert på vurderinger av bedre avkastningsforventninger. Verdsettelsen av eiendelene økte gjennom 2025, og nye investeringer ble gjort til attraktive priser. Valutaeffekter og løpende nettoinntekter bidro i tillegg positivt til resultatet.

I 2025 gjorde vi betydelige investeringer for å utvide og diversifisere porteføljen innen havvind og elektrisitetsoverføring. Vi kjøpte eierandeler i to havvindprosjekter under bygging fra RWE – Thor i Danmark og Nordseecluster i Tyskland. Vi investerte også i TenneT Germany, som driver Tysklands største strømnett. Dette var vår første investering i strømnett. I tillegg forpliktet vi kapital til [Brookfields Global Transition Fund II](#). Dette var vår første investering i et energiomstillingsfond og ga oss eksponering utover våre direkte investeringer i Europa. Gjennom disse transaksjonene har vi i løpet av 2025 tredoblet kapitalen vi har forpliktet til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi.

I mandatet til Norges Bank har Finansdepartementet satt en øvre grense for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi på inntil 2 prosent av fondets verdi.

En fullstendig oversikt over fondets investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

Globale investeringer

Antall investeringer per aktivaklasse



Investerings- risiko

Resultatene ●

Investeringene ●

Organiseringen ●

Regnskapet ●

Et stort og globalt fond med en aksjeandel på 70 prosent vil normalt oppleve betydelige svingninger i avkastning og verdi. Dette er risiko vi må være forberedt på i forvaltningen av fondet.

Risikostyring og volatilitet



Å måle og håndtere risikoen fondet er eksponert mot er krevende.

Risikoen i fondet er i stor grad drevet av hvor stor del av fondet som er investert i aksjer og utviklingen i de globale aksjemarkedene. Endringer i rentenivåer, kompensasjonen investorer krever for å ta kredittrisiko og valutakurser påvirker også risikoen. Det samme gjelder verdiendringer i investeringene i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Som investor må vi løpende overvåke og håndtere disse risikoene. Det krever god risikostyring, solid forståelse av markedene og robuste systemer og analyser.

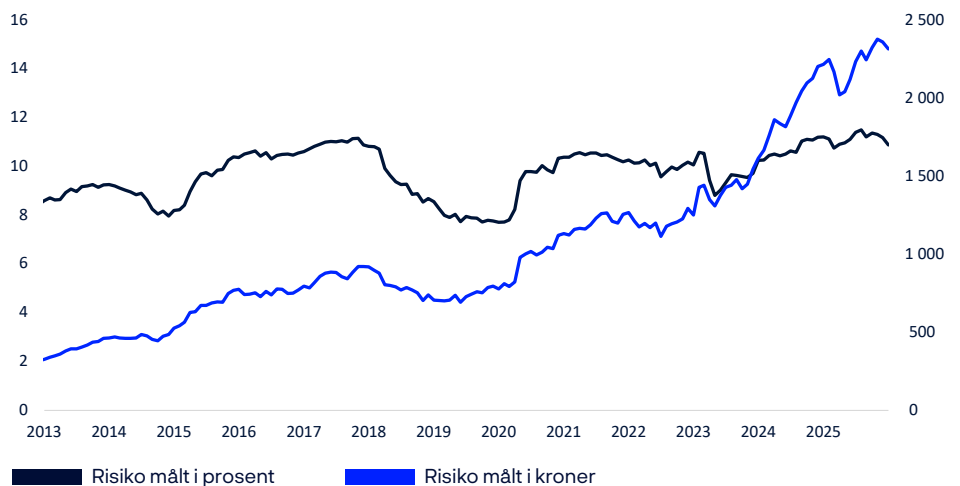
Å måle og håndtere risikoen fondet er eksponert mot er krevende. For å få et helhetlig bilde gjennomfører vi derfor en flere ulike risikoanalyser og beregninger. Vi følger blant annet med på konsentrasjonsrisiko, forventede svingninger i markedene og fondsverdien, eksponering mot ulike risikofaktorer og likvididetsrisiko. I tillegg gjennomfører vi stresstester og framoverskuende scenarioanalyser av porteføljen. Enkelte investeringsstrategier kan gi økt risiko for sjeldne, men store og uforutsigbare tap. Vi følger derfor nøye med på fondets eksponering mot slike strategier.

Forventet absolutt volatilitet er et mål på hvor mye avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge i løpet av et år. Beregningen bygger på historiske prisendringer de siste tre årene. Ved utgangen av 2025 var fondets forventede absolutte volatilitet 10,9 prosent, eller om lag 2 300 milliarder kroner. Det innebærer at fondets verdi i ett av tre år forventes å svinge med mer enn 2 300 milliarder kroner.



Forventet absolutt volatilitet er et mål på hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge.

FIGUR 18 Forventet absolutt volatilitet for fondet. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse).



Scenarioanalyser

Hvert år publiserer vi fremoverskuende scenarioanalyser som viser hvordan ulike utviklingstrekk kan påvirke verdien av fondet. Scenarioene justeres fra år til år i takt med markedsutviklingen og hendelser som påvirker den globale økonomien. I år analyserer vi hvordan en kombinasjon av høye verdsettelse av selskaper som er aktive innen kunstig intelligens, høye gjeldsnivåer og økte geopolitiske spenninger kan føre til betydelige verdifall over tid. Vi inkluderer også et klimarelatert scenario som belyser



hvordan globale sjokk i matforsyning kan påvirke finansmarkedene, og hvordan miljørelaterte hendelser får stadig større økonomisk betydning.

Årets scenarioer bygger videre på analysene fra 2024. KI-scenarioet er en videreføring av fjorårets analyse. I dette scenarioet legger vi særlig vekt på økte investeringer og høy konsentrasjon av KI-relaterte aksjer i markedet. I scenarioet om en fragmentert verden deles verdensøkonomien inn i flere blokker. Dette fører til store konsekvenser for økonomisk vekst og risikopremier. I scenarioet om en regional gjeldskrise modellerer vi et tap av investortillit, der statsobligasjoner ikke lenger oppfattes som de sikreste investeringene. I klimascenarioet utløser ekstreme værhendelser svikt i avlinger i flere store matproduserende regioner samtidig. Dette fører til inflasjon og lavere vekst.

KI-korreksjon: Investeringer knyttet til kunstig intelligens økt betydelig det siste året, Markedskonsentrasjonen har økt, og et begrenset antall KI-relaterte selskaper står for svært store investeringer. Dersom disse investeringene ikke gir forventede produktivetsgevinster, kan det føre til en kraftig korreksjon i aksjemarkedet og svakere vekstforventninger.

Fragmentert verden: Verden deles inn i flere økonomiske blokker. Et mer krevende geopolitisk klima fører til omfattende tollbarrierer og utbredte mottiltak. Samtidig øker reguleringene og restriksjonene på utenlandske investeringer. Økt usikkerhet og mindre økonomisk samarbeid fører til lavere vekst globalt, økte risikopremier og høyere inflasjon.

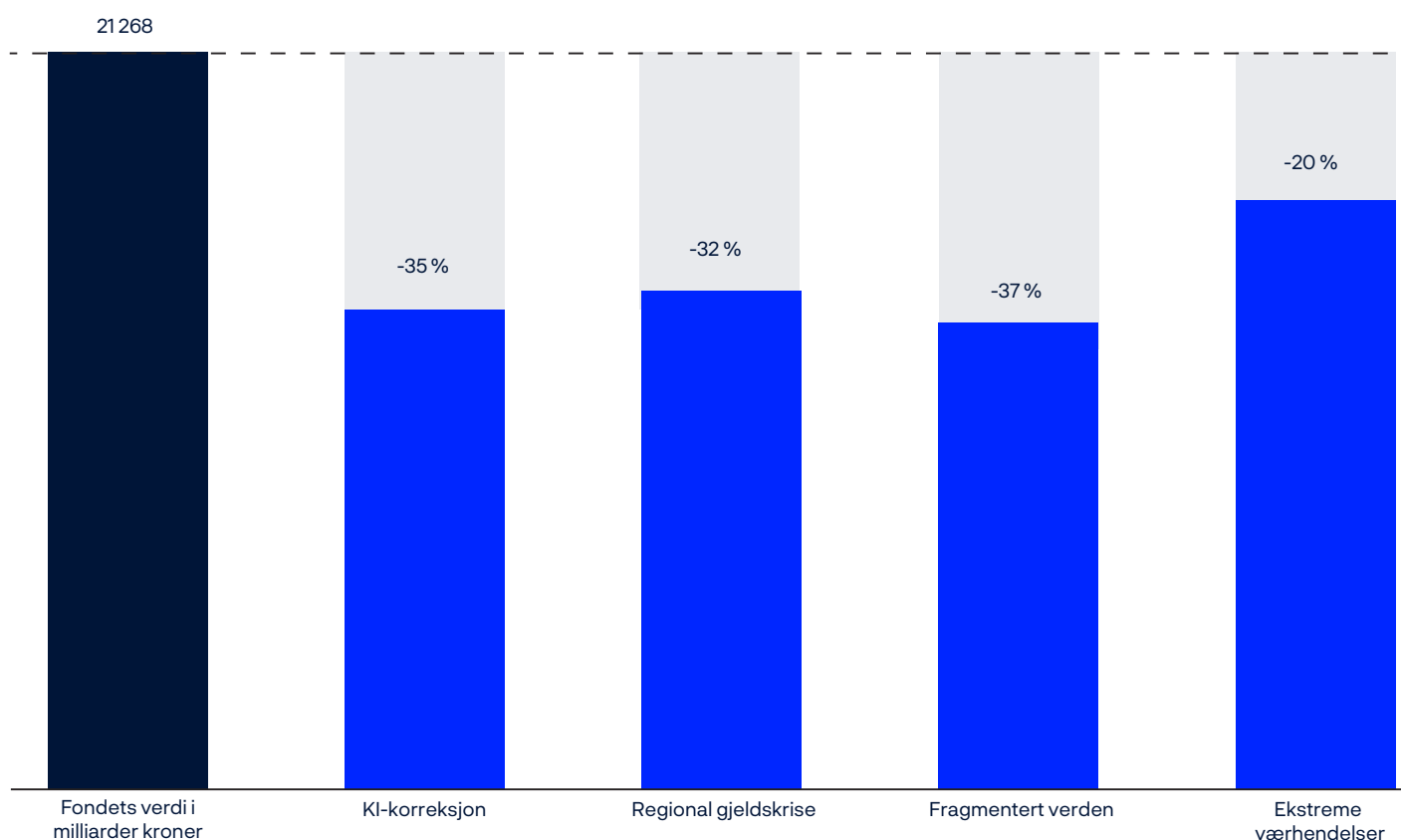
Regional gjeldskrise: Investorenes tillit til at statsobligasjoner vil fortsette å være de sikreste investeringene svekkes. Dette fører til endringer i etterspørselen etter statsobligasjoner. Verdsettelsen av både aksjer og obligasjoner faller i den berørte regionen etter hvert som kapital flyttes til andre regioner.

Ekstreme værhendelser: Ekstreme værhendelser fører til svikt i avlinger i to store matproduserende regioner samtidig. Dette utløser globale sjokk i matforsyningen og kraftige prisøkninger. Forstyrrelser i forsyningskjedene, forsterket av ekstremvær, bidrar til å presse matprisene ytterligere opp. Krisen sprer seg i verdensøkonomien etter hvert som markedene forventer høyere inflasjon og lavere vekst.

Vi har analysert hvordan disse scenarioene kan påvirke fondets verdi og beregnet mulige tap på kort til mellomlang sikt. Tapene i aksjemarkedene er betydelige i alle scenarioene, mens effekten på rentemarkedet varierer. Scenarioet om en fragmentert verden gir det største tapet, med en nedgang i fondets verdi på 37 prosent.

En fullstendig rapport om stresstesting er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

FIGUR 19 Fondets anslåtte verdi under hvert scenario og mulige tap i prosent.



Fondets relative avkastning

Resultatene ●

Investeringene ●

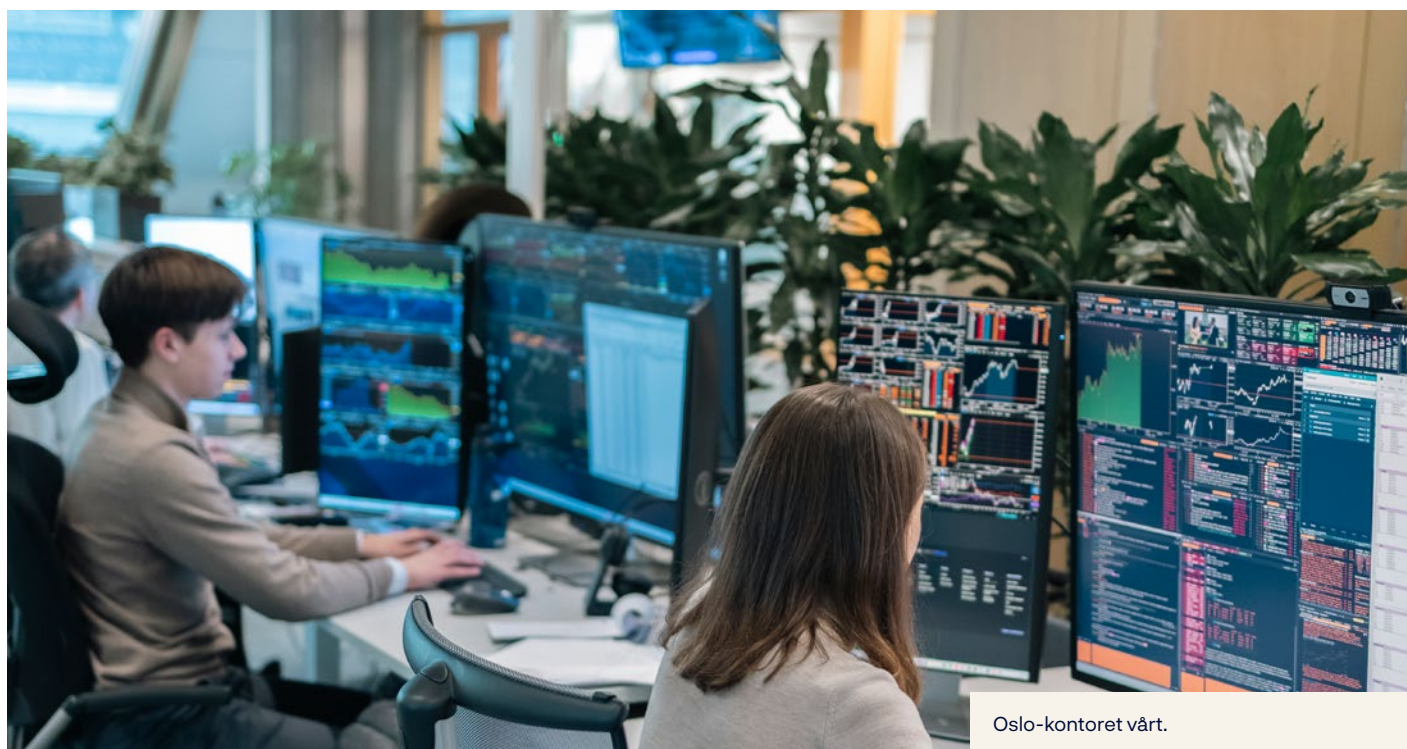
Organiseringen ●

Regnskapet ●

Vi utnytter fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse for å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko. I 2025 var fondets avkastning -0,28 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksen.

Avkastningen på fondets investeringer måles mot en referanseindeks fastsatt av Finansdepartementet. Indeksen er sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Aksjedelen tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen og omfatter 7 397 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2025. Obligasjonene i referanseindeksen er basert på indekser fra Bloomberg og bestod av 19 193 obligasjoner fra 2 543 utstedere.

Ved utgangen av året var fondet investert i 7 201 børsnoterte selskaper og 7 600 obligasjoner fra 1 618 utstedere. Fondet hadde også 1 389 investeringer i unotert eiendom og 13 investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. For å oppnå målet om høyest mulig avkastning etter kostnader delegerer vi ansvaret for enkeltinvesteringer til



Oslo-kontoret vårt.

0,24

prosentpoeng høyere
avkastning enn
referanseindeksen
siden 1998

porteføljeforvalterne våre gjennom individuelle mandater. Mandatene er etablert innenfor fondets tre hovedstrategier: markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering. Denne tilnærmingen gir oss inngående kunnskap om utvalgte markedssegmenter og selskaper, og gjør oss til en mer ansvarlig investor. Ved utgangen av året hadde vi 281 individuelle aksje- og obligasjonsmandater, hvorav 111 ble forvaltet av eksterne aksjeforvaltere. Mandatstrukturen gir oss god styring og kontroll over risiko, avkastning, kostnader og insentiver i hvert enkelt mandat.

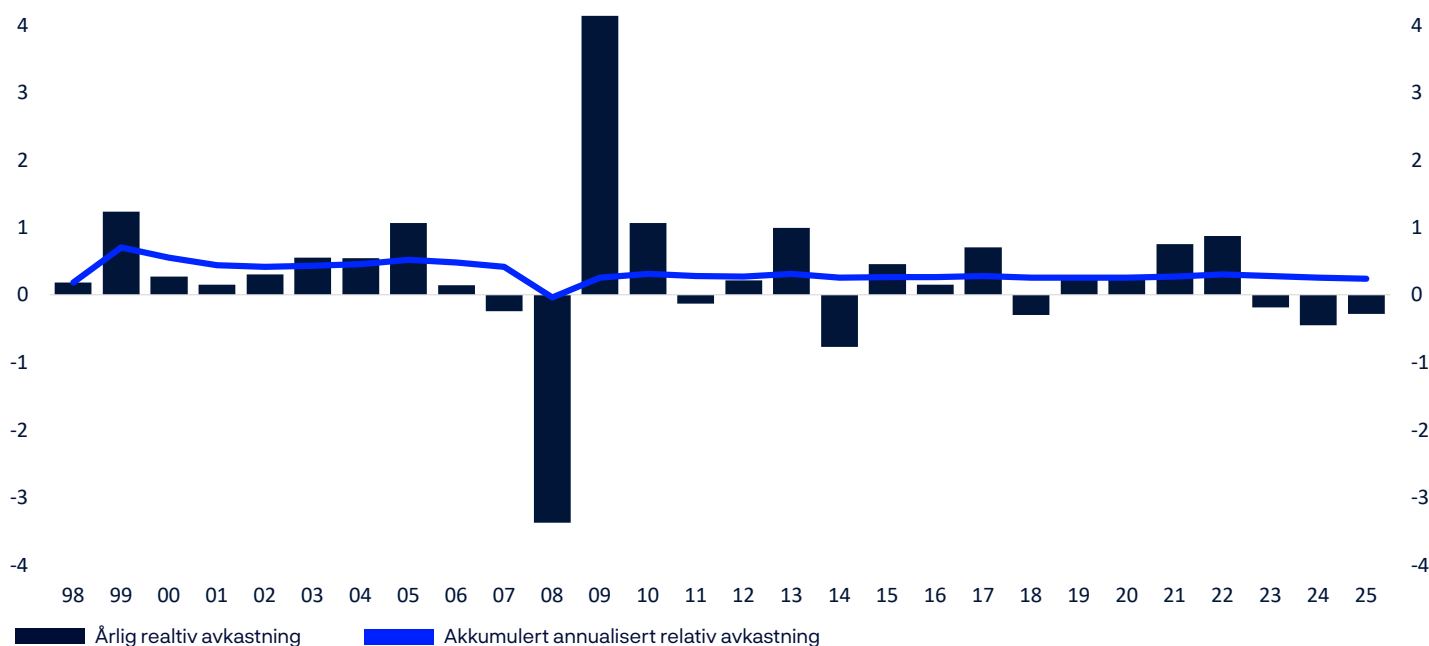
Fondets investeringer i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi inngår ikke i referanseindeksen fastsatt av departementet. For å finansiere disse investeringene selger vi aksjer og obligasjoner fra referanseindeksen. Hvilke aksjer og obligasjoner som selges, avhenger av landet og valutaen investeringen gjøres i. Når vi måler den relative avkastningen på aksje- og obligasjonsforvaltningen, tar vi utgangspunkt i referanseindeksen justert for aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere investeringene i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Avkastningen på eiendoms- og infrastrukturinvesteringene måles mot aksjene og obligasjonene som er solgt for å finansiere dem.

I 2025 var fondets avkastning -0,28 prosentpoeng lavere enn avkastningen på fondets referanseindeks. Siden 1998 har fondets årlige relative avkastning vært 0,24 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen. De siste ti årene har den vært 0,19 prosentpoeng høyere og de siste fem årene 0,19 prosentpoeng høyere.

TABELL 18 Relativ avkastning i 2025.

	Prosentpoeng
Fondet	-0,28
Aksjeinvesteringene	-0,47
Renteinvesteringene	0,45

FIGUR 20 Årlig relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet i prosentpoeng. Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.



Siden 1999 har aksjeforvaltningens årlige relative avkastning vært 0,44 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen.

Aksjeforvaltningen

Aksjeforvaltningen måles mot aksjedelen i referanseindeksen, justert for aksjene som er solgt for å finansiere investeringer i eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Avkastningen på aksjeforvaltningen var 0,09 prosentpoeng høyere enn den justerte referanseindeksen for aksjer i 2025, og bidro med 0,07 prosentpoeng til fondets samlede relative avkastning. Investeringer i sektorene teknologi og finans bidro mest positivt til resultatet. Begge sektorene var preget av store svingninger gjennom året. Investeringer i helse og materialer bidro mest negativt, særlig som følge av enkelte investeringer i USA. Blant landene fondet var investert i, bidro aksjer i Sør-Korea, Storbritannia og Taiwan mest positivt, mens investeringene i Tyskland og USA bidro mest negativt.

Siden 1999 har aksjeforvaltningens årlige relative avkastning vært 0,44 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen. De siste ti årene har den vært 0,31 prosentpoeng høyere og de siste fem årene 0,33 prosentpoeng høyere.

0,54

prosentpoeng
høyere avkastning på
renteforvaltningen
enn den justerte
referanseindeksen i
2025

Renteforvaltningen

Renteforvaltningen måles mot obligasjonsdelen av referanseindeksen, justert for obligasjonene som er solgt for å finansiere investeringer i eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Avkastningen på renteforvaltningen var 0,54 prosentpoeng høyere enn den justerte referanseindeksen i 2025, og bidro med 0,16 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Forvaltningen av statsobligasjoner bidro positivt, blant annet som følge av ulik posisjonering langs rentekurven og høyere løpende rente i porteføljen enn i referanseindeksen. Fondet hadde også investeringer i statsobligasjoner i fremvoksende markeder som bidro positivt til den relative avkastningen. Investeringer i selskapsobligasjoner bidro marginalt positivt til resultatet.

Siden 1998 har renteforvaltningens årlige relative avkastning vært 0,25 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen. De siste ti årene har den vært 0,45 prosentpoeng høyere og de siste fem årene 0,60 prosentpoeng høyere.

Eiendom

Fondets strategi for eiendom omfatter både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Den relative avkastningen fra eiendomsforvaltningen måles som forskjellen mellom avkastningen på eiendomsinvesteringene og avkastningen på obligasjonene og aksjene som er solgt for å finansiere disse. Eiendomsforvaltningen bidro med -0,46 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2025. De børsnoterte eiendomsinvesteringene ga et negativt bidrag på -0,31 prosentpoeng. Porteføljen utviklet seg svakere enn det brede børsnoterte eiendomsmarkedet, og de største negative bidragene kom fra investeringer i notert boligeiendom i Europa og USA og i amerikanske datasentre. De unoterte investeringene ga et negativt bidrag på -0,15 prosentpoeng. De unoterte eiendomsinvesteringene fikk en avkastning på 4,4 prosent der kontorbygninger i USA hadde svak avkastning mens eiendomsinvesteringer i Europa fikk en avkastning på 5,2 prosent.

Vi rapporterer avkastningen på unotert eiendom kvartalsvis og årlig, men eiendomsstrategien bør vurderes over en lengre tidsperiode. Fra



Fondets strategi er å bygge opp diversifisert portefølje innenfor infrastruktur for fornybar energi med flere teknologier og geografiske områder.

fondets første unoterte eiendomsinvestering i 2011 og frem til utgangen av 2016 var den årlige avkastningen 5,98 prosent. I denne perioden ble eiendomsinvesteringene finansiert ved salg av obligasjoner. Obligasjonsinvesteringene ga en årlig avkastning på 4,37 prosent i samme periode. Fra 2017 til 2025 var den årlige avkastningen på de unoterte eiendomsinvesteringene 2,75 prosent. I denne perioden ble investeringene i unotert eiendom finansiert gjennom salg av både aksjer og obligasjoner. Disse investeringene hadde en årlig avkastning på 4,89 prosent i samme periode.

Mer informasjon om den relative avkastningen for eiendomsforvaltningen er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

Unotert infrastruktur for fornybar energi

Fondets strategi er å bygge opp diversifisert portefølje innenfor infrastruktur for fornybar energi med flere teknologier og geografiske områder. Vi investerer direkte i vindenergi og solkraft, og vil øke investeringene i distribusjon og lagring etter hvert som mulighetene oppstår. Vi vil gradvis investere mer gjennom indirekte strukturer, som fond som investerer i prosjekter innen fornybar energi. Den relative avkastningen for investeringene i infrastruktur for fornybar energi måles som forskjellen mellom avkastningen på disse investeringene og avkastningen på obligasjonene og aksjene vi har solgt for å finansiere dem. I 2025 ga investeringene i infrastruktur for fornybar energi en avkastning på 18,1 prosent. Havvindprosjekter under konstruksjon bidro mest positivt til resultatet. Siden oppstarten i 2021 har strategien gitt en årlig avkastning på 4,2 prosent.



TABELL 19 Relativ avkastning for fondets forvaltning i prosentpoeng.

År	Fondet ¹	Aksjeforvaltningen ²	Renteforvaltningen ²	Eiendomsforvaltningen ²	Infrastrukturforvaltningen
2025	-0,28	0,09	0,54	-12,26	8,93
2024	-0,45	-0,20	0,18	-6,72	-7,35
2023	-0,18	0,38	0,51	-10,51	-5,67
2022	0,87	0,52	1,68	0,22	25,09
2021 ³	0,75	0,78	-0,04	7,36	8,04
2020	0,27	0,98	0,76	-13,81	
2019	0,23	0,51	0,11	-3,89	
2018	-0,30	-0,69	-0,01	5,49	
2017	0,70	0,79	0,39	0,70	
2016	0,15	0,15	0,16		
2015	0,45	0,83	-0,24		
2014	-0,77	-0,82	-0,70		
2013	0,99	1,28	0,25		
2012	0,21	0,52	-0,29		
2011	-0,13	-0,48	0,52		
2010	1,06	0,73	1,53		
2009	4,13	1,86	7,36		
2008	-3,37	-1,15	-6,60		
2007	-0,24	1,15	-1,29		
2006	0,14	-0,09	0,25		
2005	1,06	2,16	0,36		
2004	0,54	0,79	0,37		
2003	0,55	0,51	0,48		
2002	0,30	0,07	0,49		
2001	0,15	0,06	0,08		
2000	0,27	0,49	0,07		
1999	1,23	3,49	0,01		
1998	0,18		0,21		

¹ Inkluderer eiendomsforvaltningen fra og med 2017. Fondets relative avkastning før 2017 er beregnet på aksje- og renteforvaltningen.

² Målt mot faktisk finansiering fra og med 2017. Aksje- og renteforvaltningens relative avkastning før 2017 er målt mot Finansdepartementets delindekser for akjer og renter.

³ Fondets og renteforvaltningens relative avkastning for 2021 har blitt korrigert med 0.01 prosentpoeng grunnet en oppdatering av avkastningen til referanseindeksen.

Investeringsstrategier

I forvaltningen av fondet bruker vi flere ulike investeringsstrategier. Disse er gruppert i tre hovedstrategier: markedseksponering, verdipapirseleksjon og allokering. Strategiene går på tvers av aksje-, rente- og eiendoms- og infrastrukturforvaltningen.

Strategien for markedseksponering består av posisjonering og utlån av verdipapirer. Samlet bidro disse strategiene med 0,22 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2025. Gjennom strategien for posisjonering implementeres markedseksponeringer med sikte på å øke avkastningen og



Strategien for verdipapirseleksjon bygger på grundige analyser av fondets største investeringer.



Singapore-kontoret vårt.

redusere transaksjonskostnadene. Dette gjør vi blant annet ved å utnytte prisforskjeller mellom ulike verdipapirer og utstedere i markedet, og ved å dra nytte av selskaps- og markedshendelser på en effektiv måte. Strategien omfatter også posisjonering basert på utviklingen i renter, inflasjon, valuta og renteforskjeller mellom land. I aksjeforvaltningen bidro posisjonering med 0,08 prosentpoeng. Investeringer i amerikanske og kinesiske aksjer ga størst bidrag. Posisjonering i renteforvaltningen bidro med 0,10 prosentpoeng, med positive bidrag fra alle regioner og størst bidrag fra Europa. Utlån av verdipapirer bidro med 0,04 prosentpoeng til fondets relative avkastning, hovedsakelig gjennom utlån av aksjer.

Strategien for verdipapirseleksjon bygger på grundige analyser av fondets største investeringer. Målet er å forbedre avkastningen og styrke vår rolle som en ansvarlig og aktiv eier. Strategien bidro med -0,01 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2025. Intern aksjeseleksjon ga et bidrag på -0,03 prosentpoeng. Nordamerikanske aksjer bidro mest negativt til resultatet, særlig som følge av investeringer i helse og telekommunikasjon. Investeringer i finanssektoren bidro mest positivt. Ekstern aksjeseleksjon bidro med 0,02 prosentpoeng. Investeringer i Kina trakk resultatet opp, mens investeringer i Midtøsten og fremvoksende markeder i Europa trakk ned. Seleksjonsstrategien i renteforvaltningen er rettet mot kredittobligasjoner. Strategien bidro marginalt positivt til fondets relative avkastning i 2025.

Strategien for allokering består av ulike strategier som skal forbedre fondets avkastnings- og risikoegenskaper over tid. Strategien bidro negativt med -0,49 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2025.

Investeringene i eiendom og i infrastruktur for fornybar energi rapporteres under fondsallokering. Eiendomsinvesteringene bidro med -0,46 prosentpoeng til fondets relative avkastning, mens investeringene i infrastruktur for fornybar energi bidro med 0,04 prosentpoeng.

Gjennom 2025 hadde fondet en lavere aksjeandel og en høyere andel obligasjoner enn referanseindeksen, særlig i fremvoksende økonomier. Vi hadde også lavere vekt i de største teknologiselskapene i USA innenfor allokeringsstrategien. Samlet bidro slike allokeringsbeslutninger med -0,07 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2025.

TABELL 20 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning i 2025 i prosentpoeng.

	Aksjeforvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
Markedseksponering	0,12	0,10		0,00	0,22
Posisjonering	0,08	0,10		0,00	0,18
Utlån av verdipapirer	0,03	0,00			0,04
Verdipapirseleksjon	-0,02	0,00			-0,01
Intern verdipapirseleksjon	-0,03	0,00			-0,03
Ekstern verdipapirseleksjon	0,02				0,02
Allokering	-0,04	0,05	-0,42	-0,08	-0,49
Eiendom			-0,46		-0,46
Unotert eiendom			-0,15		-0,15
Notert eiendom			-0,31		-0,31
Infrastruktur for fornybar energi			0,04		0,04
Allokeringsbeslutninger	-0,04	0,05	0,00	-0,08	-0,07
Totalt	0,07	0,16	-0,42	-0,08	-0,28

TABELL 21 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning annualisert fra 2013-2025 i prosentpoeng.

	Aksjeforvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
Markedseksponering¹	0,10	0,07		0,00	0,18
Posisjonering	0,06	0,07		0,00	0,13
Utlån av verdipapirer	0,04	0,01			0,05
Verdipapirseleksjon	0,13	0,01			0,14
Intern verdipapirseleksjon	0,04	0,01			0,06
Ekstern verdipapirseleksjon	0,09				0,09
Allokering	-0,01	0,00	-0,10	-0,01	-0,12
Eiendom			-0,10		-0,10
Unotert eiendom			-0,02		-0,02
Notert eiendom			-0,08		-0,08
Infrastruktur for fornybar energi			0,00		0,00
Allokeringsbeslutninger ^{2,3}	-0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,03
Totalt	0,22	0,08	-0,10	-0,01	0,19

¹ Markedseksponering inkluderer -0,01 prosentpoeng fra strategien knyttet til systematiske risikofaktorer som ble avsluttet i andre kvartal av 2020.

² Mandatet for forvaltningen knyttet til miljørelaterte mandater for aksjer og rentepapirer ble endret av Finansdepartementet i løpet av 2022. Den historiske relative avkastningen fra disse miljørelaterte mandater frem til 2022 er inkludert under allokeringsbeslutninger.

³ Fondets delstrategi for systematiske risikofaktorer ble utviklet i 2022. Den historiske relative avkastningen fra denne delstrategien frem til 2022 er inkludert under allokeringsbeslutninger.



Fondet investeres annerledes enn referanseindeksen på flere områder.

Risiko i forhold til referanseindeksen

Fondet investeres annerledes enn referanseindeksen på flere områder. Det gjelder blant annet fordelingen mellom aktivaklasser, valutaer, sektorer, land og regioner, samt enkeltaksjer og obligasjonsutstedere.

Eiendomsinvesteringene utgjorde en av fondets største relative eksponeringer. Fondet hadde 372 milliarder kroner investert i unotert eiendom og 296 milliarder kroner i børstnotert eiendom. Ved utgangen av 2025 hadde aksjeporteføljen høyere vekt i volatile selskaper og selskaper med lavere løpende utbytter enn referanseindeksen. Renteporteføljen hadde høyere eksponering mot obligasjoner i fremvoksende markeder og statsrelaterte obligasjoner enn referanseindeksen. Fondet hadde også en undervekt i aksjer mot obligasjoner.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har satt rammer for hvor mye fondets investeringer kan avvike fra referanseindeksen.

Én av grensene gjelder forventet relativ volatilitet, som begrenser hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra fondets referanseindeks. Alle fondets investeringer er inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet i henhold til mandatet og måles mot referanseindeksen, som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av 2025 var fondets forventede relative volatilitet 0,37 prosentpoeng, ned fra 0,44 prosentpoeng året før. Nedgangen skyldes hovedsakelig redusert forventet relativ volatilitet i aksjeinvesteringene.

Eiendomsinvesteringene hadde i 2025 det største bidraget til forventet relativ volatilitet. Disse investeringene forventes å ha en annen avkastningsprofil enn aksjer og obligasjoner, både på kort og lang sikt. Dette gir utslag i beregningen av fondets forventede relative volatilitet. Siden det ikke finnes daglige priser for de unoterte eiendomsinvesteringene våre, bruker vi en modell fra MSCI for å beregne risikoen.

Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for hvor mye fondets avkastning kan avvike negativt fra referanseindeksen i ekstreme

situasjoner. Denne grensen, kalt ekstremavviksrisiko, er satt til 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den 1,01 prosentpoeng, ned fra 1,18 prosentpoeng året før.

Mer informasjon om risiko og eksponering for fondet er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

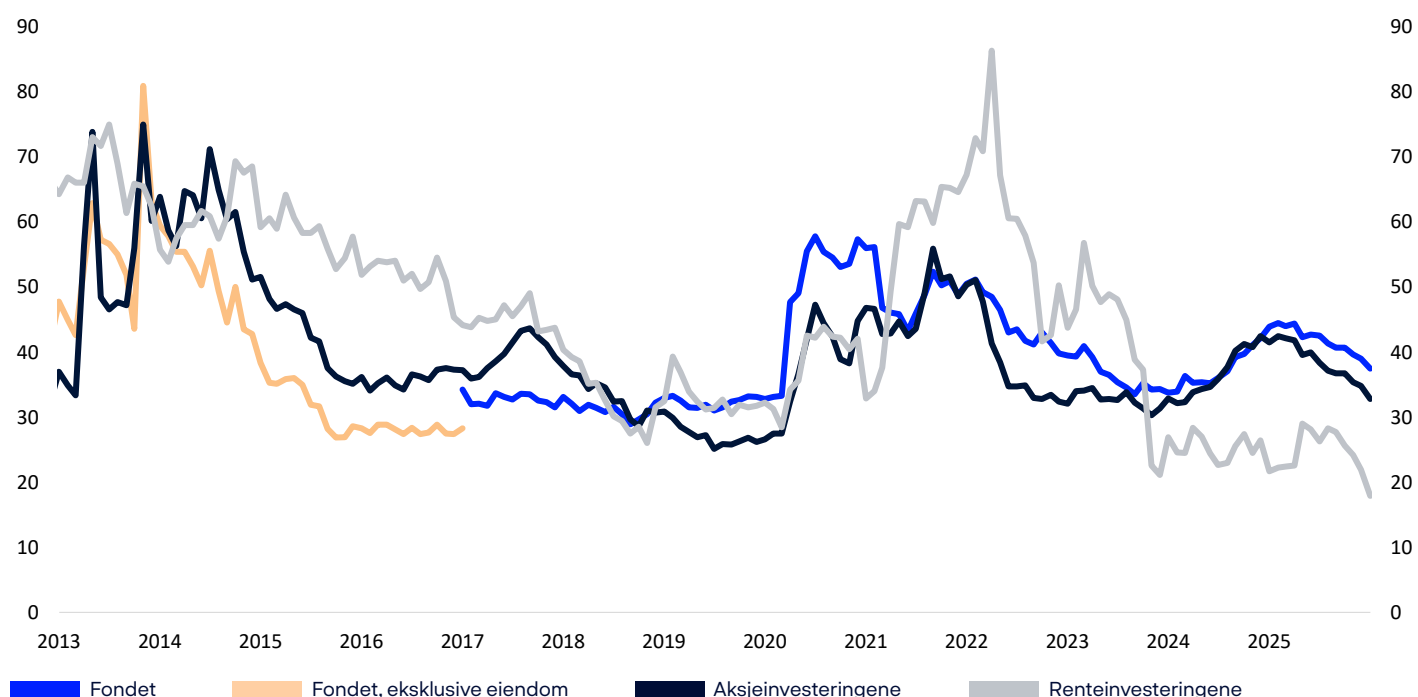
TABELL 22 Risiko og eksponering for fondet.

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	31.12.2025
Allokering	Aksjeporteføljen 60–80 prosent av fondet ¹	71,2
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	1,8
	Obligasjonsporteføljen 20–40 prosent av fondet ¹	26,6
	Unotert infrastruktur for fornybar energi inntil 2 prosent av fondet	0,4
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,4
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	1,0
Fremvoksende markeder	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan være investert i fremvoksende markeder	2,5
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen ²	9,7

¹ Derivater er representert med den underliggende økonomiske eksponeringen.

² Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskaper er unntatt fra dette.

FIGUR 21 Forventet relativ volatilitet for fondet i basispunkter.



TABELL 23 Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene per 31. desember 2025. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fondsnivå oppgitt i basispunkter.

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
Markedseksponering	4	2		-	4
Posisjonering	4	2		-	4
Verdipapirseleksjon	16	1			16
Intern verdipapirseleksjon	10	1			10
Ekstern verdipapirseleksjon	10				10
Allokering	8	3	32	18	39
Eiendom			31		31
Unotert eiendom			19		19
Notert eiendom			18		18
Infrastruktur for fornybar energi			4		4
Allokeringsbeslutninger	8	3		18	21
Totalt	16	4	32	18	37





Ansvarlig forvaltning Statens pensjonsfond utland 2025

Rapport om ansvarlig forvaltning

Ansvarlig forvaltning av Statens pensjonsfond presenteres i en egen rapport, som er tilgjengelig på fondets nettside www.nbim.no.



New York-kontoret vårt.

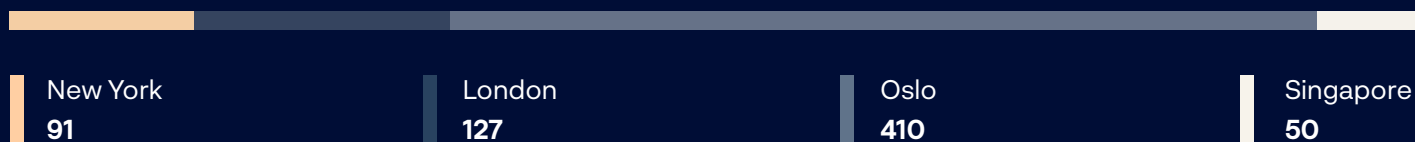
3. Organiseringen

56	Forvaltningsorganisasjonen
69	Operasjonell risiko
72	Kostnader



Forvaltnings- organisasjonen

Antall ansatte og kontorer



4
kontorer

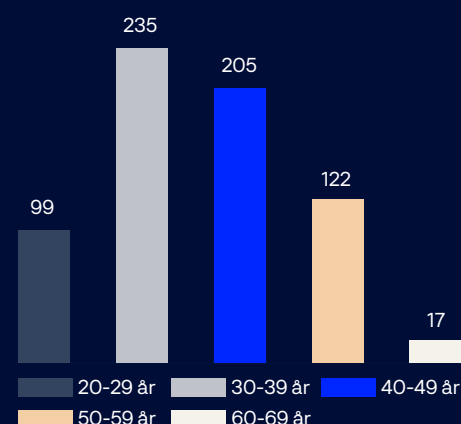
678
ansatte totalt

41
nasjonaliteter

Antall ansatte fordelt etter område, inkludert datterselskaper.



Antall ansatte fordelt på alder.





Singapore-kontoret vårt.

Medarbeiderne våre er hjertet i organisasjonen

Medarbeiderne er vår fremste ressurs. Vi skal beholde, utvikle og tiltrekke oss de fremste talentene. Vi legger til rette for at alle kan jobbe effektivt, nyskapende og ha kompetansen som trengs for å møte nye utfordringer.

Vi er en global investeringsorganisasjon. Ved utgangen av 2025 jobbet 678 ansatte på våre kontorer i Oslo, London, New York og Singapore. I tillegg har vi et eiendomskontor i Paris. Godt samarbeid på tvers av kontorene er avgjørende for å oppnå målet vårt om høyest mulig avkastning.



Vi tror på livslang læring, og gir våre ansatte muligheten til å bygge opp relevante ferdigheter gjennom hele karrieren.

Våren 2025 startet vi en prosess med å utvikle eiendomskontoret i Tokyo. Etter en gjennomgang av strategien er det ikke lenger en prioritet å utvide eiendomsporteføljen i Japan. Investeringene i Japan forblir uendret. Det ble også besluttet å samle vårt europeiske eiendomsteam på ett sted, i London. Som følge av dette ble det startet en prosess med å utvikle eiendomskontoret i Paris.

2025 markerte avslutningen på strategiperioden for 2023-2025. Strategien bygget på fondets særtrekk som en stor og langsiktig investor, med mål om å oppnå høyest mulig avkastning på en ansvarlig måte. Den hadde fem hovedområder: investeringer, teknologi, operasjonell robusthet, mennesker og kommunikasjon. Gjennom perioden har vi styrket den kontrære investeringskulturen, tatt i bruk ny teknologi i større omfang og integrert kunstig intelligens som et sentralt verktøy for å ta bedre beslutninger, styrke risikostyringen og øke effektiviteten. Vi har samtidig gjort organisasjonen mer robust og investert målrettet i kompetanse og utvikling av medarbeiderne våre. I tillegg har vi økt åpenheten i forvaltningen og videreutviklet dialogen med våre interessenter. Mer informasjon om hva vi har oppnådd i løpet av strategiperioden, er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

Lærings- og utviklingsmuligheter

Vi tror på livslang læring, og gir våre ansatte muligheten til å bygge opp relevante ferdigheter gjennom hele karrieren. Vi jobber systematisk med å utvikle våre medarbeidere og ledere ved å tilby ulike lærings- og utviklingsmuligheter. Vi har en kontinuerlig utviklingsprosess der leder og medarbeider sammen setter tydelige mål og forventninger.

Kunstig intelligens (KI) endrer måten vi jobber på – både hver for oss og sammen. For å øke produktiviteten og beslutningsevnen vår lanserte vi i 2025 Tech Year – en omfattende satsning på å bygge teknologikompetanse i hele organisasjonen, med særlig vekt på kunstig intelligens. Tilnærmingen kombinerte obligatorisk opplæring, hackathons, workshoper og teknologidager ved alle kontorene. Vi lanserte også et nettverk av 71 KI-ambassadører for å tilby veiledning og støtte på tvers av organisasjonen.

Satsingen på kunstig intelligens utviklet seg gjennom året fra eksperimentering og kompetansebygging til å identifisere og



Tilbakemeldinger er en sentral del av organisasjonskulturen vår og viktig for faglig utvikling.

videreutvikle løsningene som gir størst verdi for organisasjonen. Samtlige medarbeidere bruker nå KI-verktøy aktivt i sin arbeidshverdag. I en intern spørreundersøkelse oppgir medarbeiderne at de i gjennomsnitt opplever en produktivitetsøkning på 20 prosent ved bruk av KI-verktøy.

For tredje året på rad gjennomførte vi vårt investeringsakademi for å styrke investeringskompetansen, verdikjedeforståelsen og samhandlingen på tvers av organisasjonen. Programmet ledes av våre egne eksperter, og tilbakemeldingene har vært svært positive.

Gjennom læringsplattformen vår tilbyr vi digitale kurs skreddersydd for organisasjonen. I 2025 gjennomførte ansatte til sammen over 3 500 slike kurs. Medarbeiderne har også tilgang til 10 000 nettbaserte kurs fra ledende universiteter og organisasjoner.

Tilbakemeldinger er en sentral del av organisasjonskulturen vår og viktig for faglig utvikling. I 2025 utvidet vi opplæringen i å gi og motta tilbakemeldinger med øvelser basert på konkrete arbeidssituasjoner. Hvert år gjennomfører ledere og medarbeidere 360-graders evalueringer der alle får konstruktive tilbakemeldinger fra sine kollegaer. I 2025 gikk vi fra anonyme til åpne tilbakemeldinger. Dette førte til en økning på 64 prosent i antall forespørsler om tilbakemeldinger.



Våre graduates med oppstart i 2025.



Våre ledere spiller en avgjørende rolle i å bygge en sterk læringskultur.

Vi fortsetter å satse på mentorordningen der ansatte får veiledning fra erfarne kollegaer eller eksterne fagpersoner. Formålet er å fremme nye perspektiver på tvers av organisasjonen og støtte personlig utvikling.

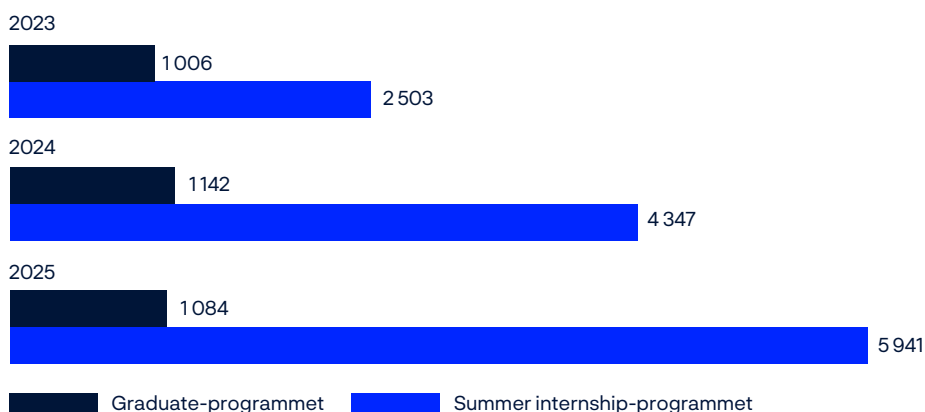
Våre ledere spiller en avgjørende rolle i å bygge en sterk læringskultur. De setter retning, veileder medarbeiderne og legger til rette for høye prestasjoner og innovasjon. Vi stiller tydelige forventninger til dem og arrangerer jevnlig møteplasser, inkludert årlige ledersamlinger. Nye ledere gjennomfører et introduksjonsprogram, og alle ledere får opplæring i temaer som psykologisk trygghet, tilbakemeldinger, stressmestring og mental motstandskraft.

Kunnskapsformidling og rekruttering

Vi jobber for å styrke kunnskapen om finans blant yngre målgrupper. I 2025 holdt vi blant annet 47 gjesteforelesninger ved norske og internasjonale universiteter og høyskoler. Hensikten er å gi studentene innsikt i praktisk fondsforvaltning og øke kompetansen om fondet.

Vi arbeider systematisk for å rekruttere de beste kandidatene både i Norge og internasjonalt, og ser etter talenter med ulik kompetanse og bakgrunn. I 2025 opplevde vi en betydelig økning i antall søkere sammenlignet med året før, inkludert fortsatt høye søkertall til graduate- og summer internship-programmene.

FIGUR 22 Antall søkere til våre graduate- og summer internship-program.





Vi skal være en inkluderende organisasjon med et mangfold av tankesett, etnisiteter, aldersgrupper, utdanningsbakgrunner og livserfaringer.

Mangfold, likestilling og arbeidsmiljø

Vi skal være en inkluderende organisasjon med et mangfold av tankesett, etnisiteter, aldersgrupper, utdanningsbakgrunner og livserfaringer. Dette gir bredere perspektiver, øker kreativiteten og legger til rette for at vi kan ta bedre beslutninger.

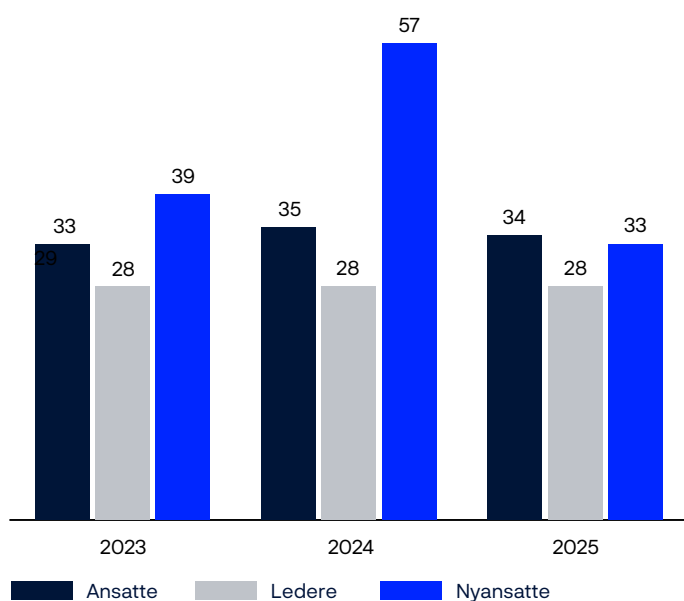
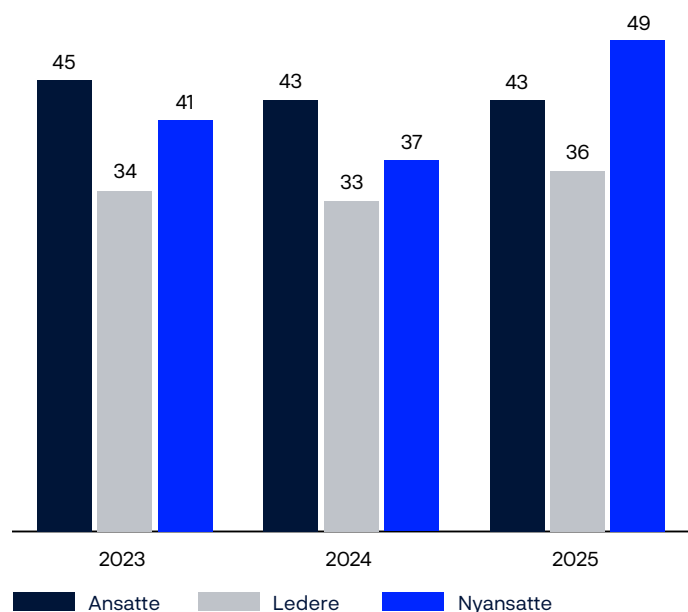
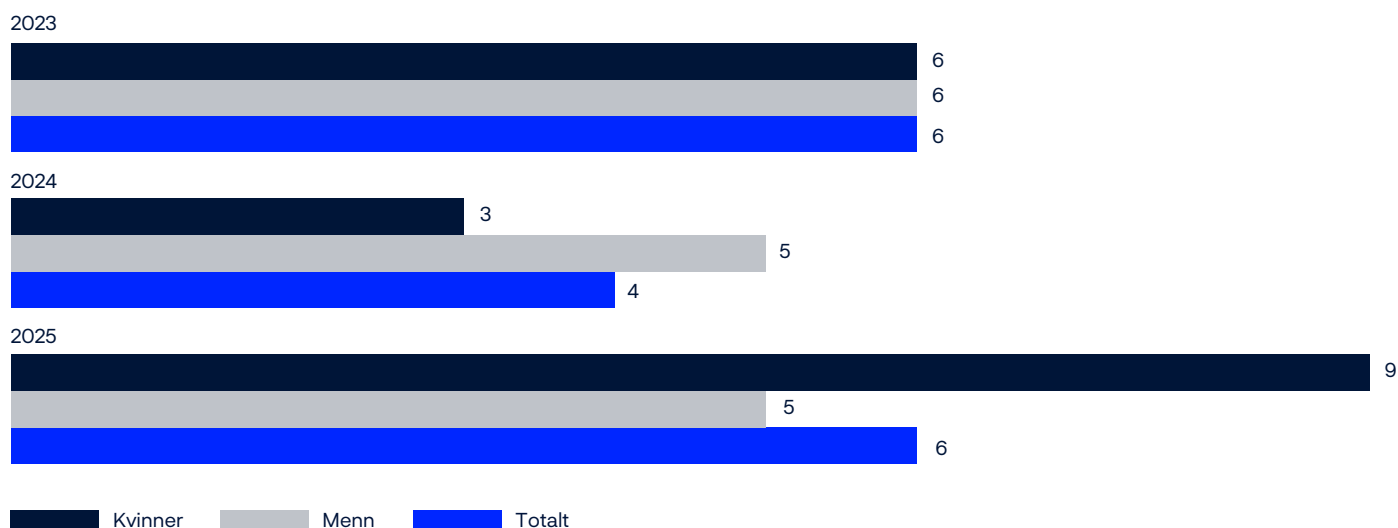
For å styrke fellesskapet har vi utvidet tilbudet av sosiale arrangementer. I løpet av året markerte vi også internasjonale merkedager, som Pride og den internasjonale kvinnedagen. For å sikre et trygt og inkluderende arbeidsmiljø har vi et nettverk for psykisk helse ved alle kontorene våre.

Vi jobber aktivt for å øke andelen kvinner totalt i organisasjonen og i lederstillinger. I 2025 fortsatte vi å støtte Women's Investment Club ved universiteter og høyskoler i Norge og internasjonalt. Målet er å inspirere og motivere flere til å velge en karriere innen finans.

Norges Bank er også en av initiativtakerne bak Kvinner i Finans Charter, og i 2025 var vi vertskap for charterets fjerde statusrapport. Målet vårt er å oppnå en kjønnsbalanse på minimum 40 prosent i Norges Bank som helhet og på ledernivåer og i spesialfunksjoner. Våre forpliktelser som følge av charterets fire prinsipper er publisert på [fondets nettside](#). Selv om kjønnsbalansen er god i enkelte stillingsgrupper, har vi fortsatt en vei å gå for å øke kvinneandelen i lederstillinger og tyngre fagstillinger.

TABELL 24 Kjønnsbalanse per stillingsgruppe per 31. desember 2025 i prosent.

Stillingsgruppe	Kvinner	Menn
Ledernivå 1 (Chief)	56	44
Ledernivå 2 (Global Head)	12	88
Ledernivå 3 (Head)	30	70
Tyngre fagstillinger	22	78

FIGUR 23 Andel kvinner blant alle ansatte, ledere og nyansatte i prosent.**FIGUR 24** Andel ansatte, ledere og nyansatte med andre nasjonaliteter enn norsk i prosent.**FIGUR 25** Ansatte som avsluttet arbeidsforholdet fordelt på kjønn i prosent.

For å sikre at vi er konsekvente og rettferdige i vår tilnærming til ansattes progresjon, forfremmelse og kompensasjon, har hvert område i organisasjonen egne karrierestiger. Hver karrierestige kan inneholde opptil fem stillingsnivåer, med tilsvarende stillingstitler. Stillingsnivået gjenspeiler forventningene knyttet til jobben som skal utføres uavhengig av området den ansatte jobber i.

Medarbeiderundersøkelsen for 2025 viser et sterkt engasjement blant våre ansatte, og i løpet av året byttet vi leverandør for å styrke oppfølgingen. Omdømme og jobbinnhold oppgis som de viktigste driverne for engasjement og motivasjon. Jobbinnhold handler blant annet om at arbeidet oppleves som interessant, gir faglige utfordringer og rom for selvstendighet.

TABELL 25 Andel kvinner og menn per stillingsgruppe fordelt på våre kontorer per 31. desember 2025. I prosent.

Stillingsgruppe	Oslo		London		New York		Singapore	
	Andel ansatte		Andel ansatte		Andel ansatte		Andel ansatte	
	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner
Enhetsdirektør	84	16	100	0	100	0	100	0
Seksjonsleder	67	33	67	33	80	20	100	0
Analysedirektør	93	7	100	0	75	25	33	67
Spesialrådgiver	78	22	69	31	82	18	85	15
Seniorrådgiver	58	42	59	41	68	32	74	26
Rådgiver	68	32	40	60	46	54	60	40
Analytiker	38	62	25	75	100	0	0	0



London-kontoret vårt.

Lønnssystemet

Norges Banks hovedstyre setter rammene for lønnssystemet og følger opp praktiseringen av ordningen. Lønnsnivået skal være konkurransedyktig, men generelt ikke markedsledende. Lønnsfastsettelsen er individuell og reflekterer stillingens ansvarsområder og den ansattes kompetanse, erfaring og prestasjoner. Utbetalt godtgjørelse inkluderer fastlønn, eventuell prestasjonsbasert lønn, utbetalt overtid og kompensasjon av reisetid.

I tråd med mandatet for forvaltningen av fondet fastsatt av Finansdepartementet følger lønnssystemet kravene i forskrift til verdipapirfondloven med nødvendige tilpasninger. Hovedstyrets godtgjørelsesutvalg skal bidra til grundig og uavhengig behandling av saker som gjelder godtgjørelsesordningene i Norges Bank. I tillegg avgir internrevisjonen i Norges Bank en uavhengig uttalelse om etterlevelse av regler og retningslinjer for godtgjøring. Gjennomgangen i 2025 bekrefter at praktiseringen av godtgjørelsesordningen for 2024 var i samsvar med regelverket.

Ledergruppen mottar kun fastlønn. Norges Banks hovedstyre fastsetter lønn til leder av Norges Bank Investment Management og lønnsintervaller for ledergruppen.

TABELL 26 Fastlønn og annen nøkkelinformasjon for ledende ansatte i 2025.

Stilling	Navn	Kjønn	Jobber i investeringsområdet	Alder	Ansiennitet	Årlig fastlønn i kroner
HR-direktør	Aass, Ada Magnæs	Kvinne		46 år	11 år	2 700 000
Direktør for aksjeinvesteringer	Balthasar, Daniel ¹	Mann	Ja	49 år	19 år	13 436 000
Direktør for teknologi og drift	Bryne, Birgitte	Kvinne		53 år	10 år	4 380 000
Direktør for aksjeinvesteringer	Furtado Reis, Pedro ¹	Mann	Ja	50 år	14 år	13 436 000
Nestleder/stabsdirektør	Grande, Trond	Mann		55 år	18 år	5 540 000
Risikodirektør	Huse, Dag ²	Mann		59 år	22 år	4 554 000
Direktør for eierskap og etterlevelse	Ihenacho, Carine Smith ¹	Kvinne		63 år	8 år	6 711 000
Direktør for markedsstrategier	Norberg, Malin	Kvinne	Ja	41 år	16 år	4 695 000
Direktør for kommunikasjon og eksterne relasjoner	Skaar, Marthe	Kvinne		42 år	12 år	2 500 000
Leder	Tangen, Nicolai	Mann		59 år	5 år	7 606 000

¹ Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

² Gikk over i en annen stilling internt i Norges Bank Investment Management 19.11.2025. Godtgjørelse vises til fratredelsestidspunktet.

TABELL 27 Ytelser i kroner til ledende ansatte i 2025. I kroner.

Stilling	Navn	Brutto fastlønn ⁵	Brutto prestasjonslønn	Verdi av andre fordeler ⁴	Pensjonsopptjening	Personallån
HR-direktør	Aass, Ada Magnæs	2 640 191		16 990	401 075	
Direktør for aksjeinvesteringer	Balthasar, Daniel ^{1,2}	13 436 951	1 687 616	180 468	1 343 695	
Direktør for teknologi og drift	Bryne, Birgitte	4 387 232		24 306	493 160	
Direktør for aksjeinvesteringer	Furtado Reis, Pedro ^{1,2}	13 436 951	1 631 938	182 820	1 343 695	
Nestleder/stabsdirektør	Grande, Trond	5 555 193		17 764	406 217	
Risikodirektør	Huse, Dag ³	4 512 129		11 667	571 678	
Direktør for eierskap og etterlevelse	Ihenacho, Carine Smith ¹	6 721 292		182 049	672 129	
Direktør for markedsstrategier	Norberg, Malin ²	5 288 432	636 462	1 886 757	334 068	1 065 913
Direktør for kommunikasjon og eksterne relasjoner	Skaar, Marthe	2 377 035		18 187	342 338	
Leder	Tangen, Nicolai	7 172 790		156 558	364 579	

¹ Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

² Medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Enkelte medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.

³ Gikk over i en annen stilling internt i Norges Bank Investment Management 19.11.2025. Godtgjørelse vises til fratredestidspunktet.

⁴ Består hovedsakelig av dekning av forsikring og elektronisk kommunikasjon.

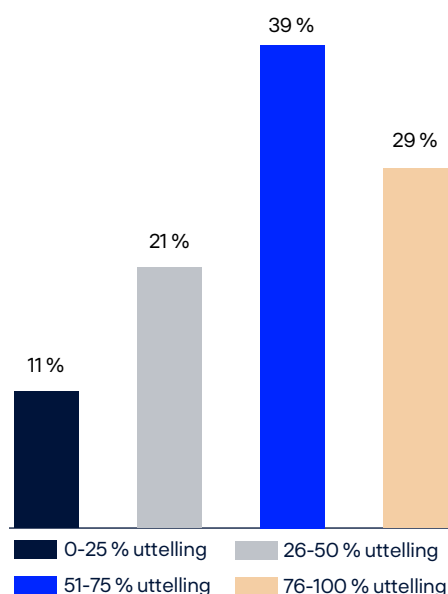
⁵ Brutto fastlønn inkluderer feriepenger av prestasjonsbasert lønn.

Totalt ble 1 299 millioner kroner utbetalt i fastlønn til 786 ansatte i 2025. 66 millioner kroner ble utbetalt til ledende ansatte, 541 millioner kroner til ansatte med prestasjonsbasert lønn og 692 millioner kroner til øvrige ansatte.

Fastlønn i datterselskaper

Totalt 53 millioner kroner ble utbetalt i fastlønn til 28 ansatte i datterselskaper tilknyttet forvaltningen av eiendomsporteføljen, hvorav 44 millioner kroner til ansatte med prestasjonsbasert lønn og 9 millioner kroner til øvrige ansatte.

Figur 26 Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2025. Prosent av ansatte med prestasjonsbasert lønn.



Prestasjonsbasert lønn

Ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, kan ha prestasjonsbasert lønn i tillegg til fastlønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte kvalitative og kvantitative mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Resultatene måles over minimum to år.

Rammen for prestasjonsbasert lønn kan som hovedregel maksimalt være 100 prosent av fastlønn. For et begrenset antall ansatte ved de internasjonale kontorene kan rammen maksimalt være 200 prosent av fastlønn. Ansatte med prestasjonsbasert lønn opptjente i gjennomsnitt 54 prosent av totalrammen for 2025, basert på resultater over flere år. Totalt 362 millioner kroner ble utbetalt i prestasjonsbasert lønn til 229 ansatte i 2025.

Opptjent prestasjonsbasert lønn utbetales som hovedregel over flere år, der inntil halvparten av beløpet utbetales etter opptjening. Det resterende beløpet holdes tilbake og utbetales over de neste tre årene. Beløpet som holdes tilbake, justeres for fondets avkastning.

Prestasjonsbasert lønn i datterselskaper

15 millioner kroner ble utbetalt i prestasjonsbasert lønn til 20 ansatte i datterselskaper tilknyttet forvaltningen av eiendomsporteføljen.

Likestilling i lønnsprosessen

For å sikre en rettferdig lønnspraksis, analyserer vi jevnlig lønnsutviklingen blant våre ansatte. Eventuelle betydelige avvik i kompensasjon på individ- eller gruppenivå undersøkes nærmere for å sikre at kjønnsnøytrale kriterier ligger til grunn.

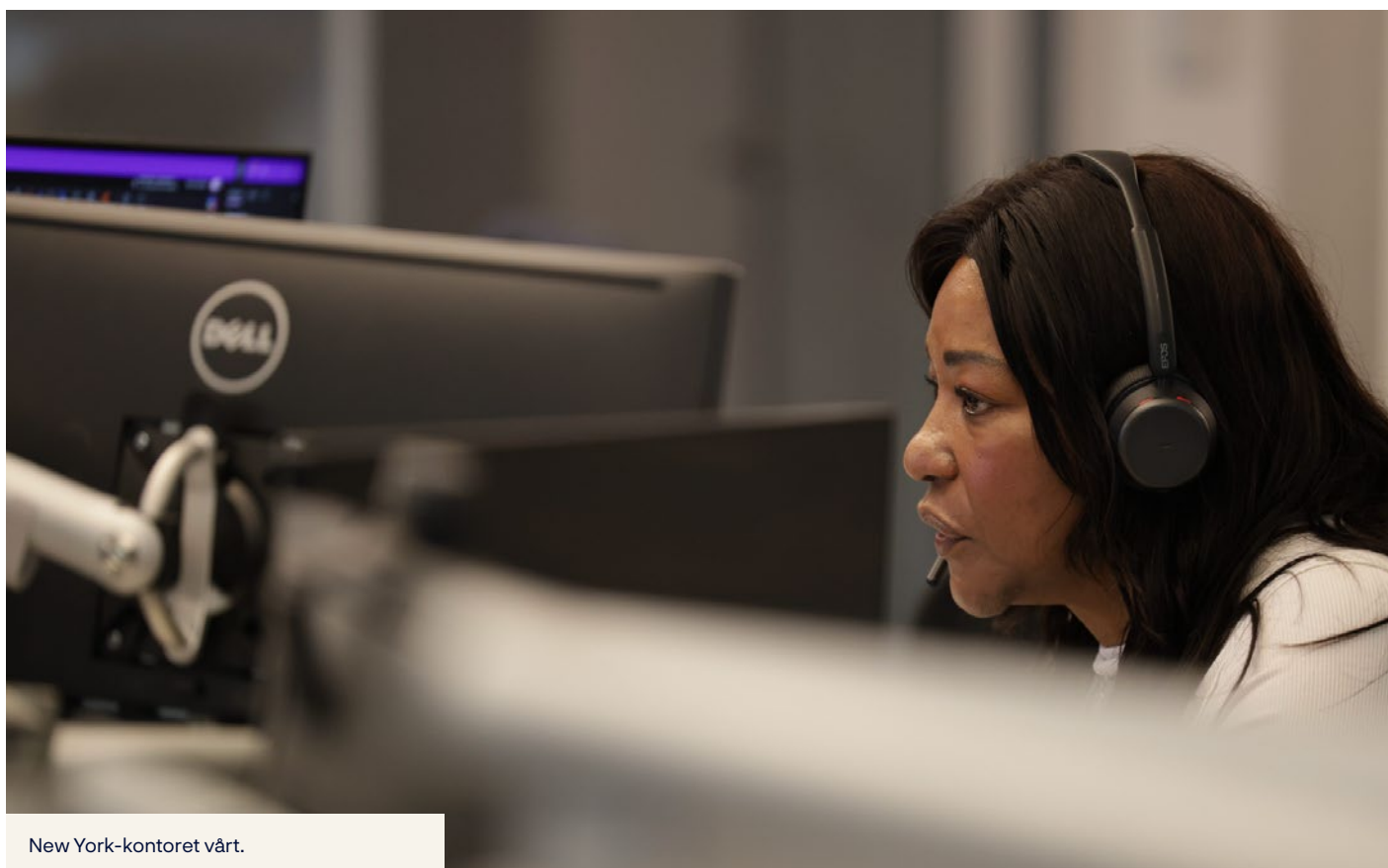
Kartleggingen viser ingen vesentlige lønnsforskjeller mellom kvinner og menn med sammenlignbare stillinger og roller. Lønnsforskjellene økte marginalt fra 2024, hovedsakelig grunnet endret sammensetning på de ulike karrierenivåene. Lønnsforskjellene mellom kvinner og menn på

organisasjonsnivå skyldes en overvekt av menn i stillinger som arbeider med investeringsbeslutninger. Stillinger med investeringsansvar er generelt høyere lønnet i markedet sammenlignet med stillinger på samme stillingsnivå innenfor andre fagområder. En større andel menn enn kvinner i ledende stillinger bidrar også til lønnsforskjeller på organisasjonsnivå.

TABELL 28 Ujustert lønnsgap mellom kvinner og menn i prosent.¹

	Fastlønn		Forventet utbetalt godtgjørelse	
	Median	Gjennomsnitt	Median	Gjennomsnitt
Oslokontoret	86,50	86,50	88,10	78,90
Totalt i Norges Bank Investment Management	80,60	77,70	78,40	68,40

¹ Ujustert lønnsgap mellom kvinner og menn viser forskjellen i lønn mellom kvinner og menn uten å ta høyde for faktorer som arbeidstid, yrke, alder, erfaring, utdanningsnivå eller andre variabler som kan påvirke lønnsforskjeller.



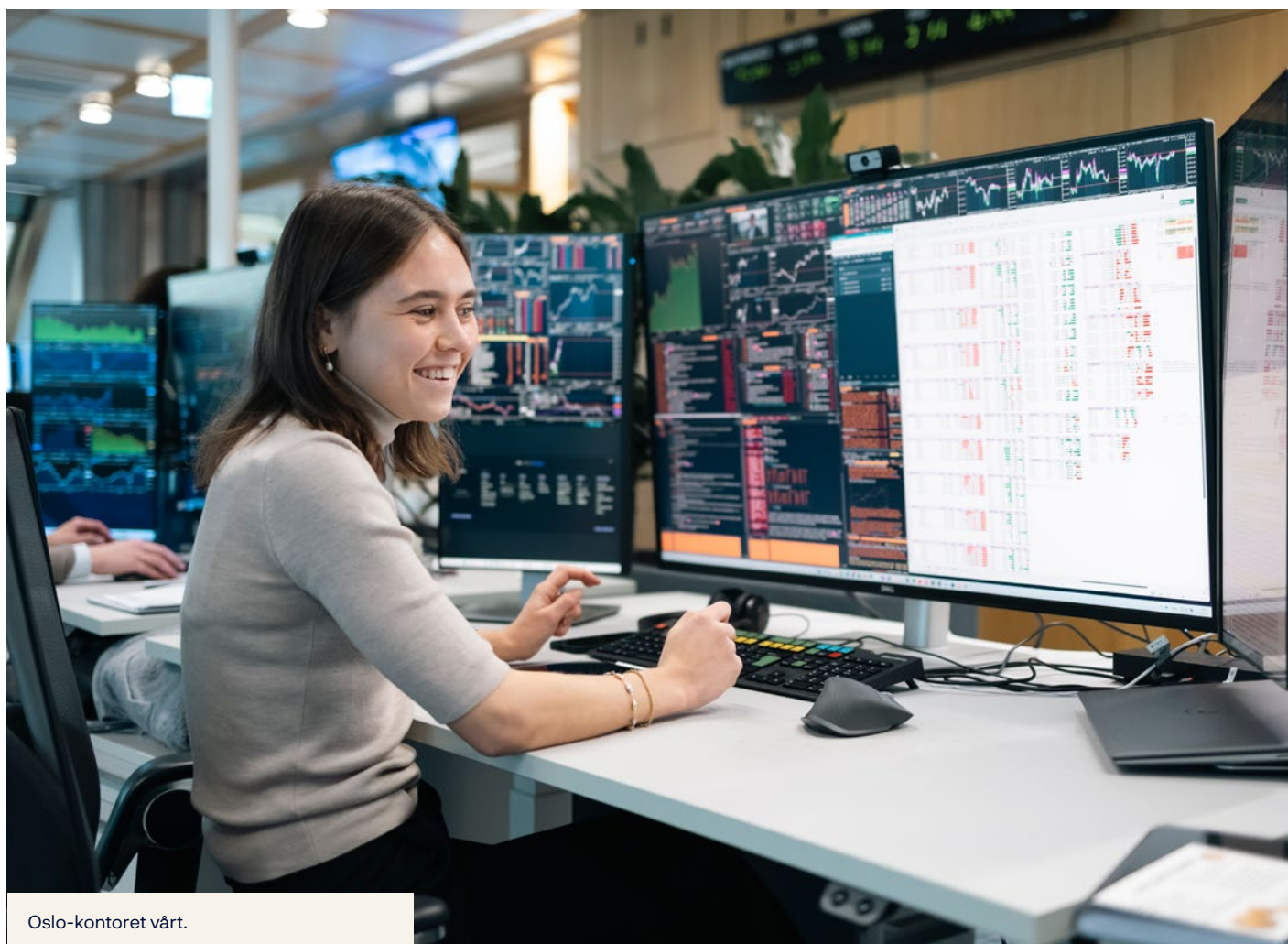
Av personvern hensyn må minst fem av hvert kjønn per stillingsgruppe være representert for å kunne publisere lønnsdata.

TABELL 29 Lønnskartlegging per stillingsgruppe for fastlønn på Oslokontoret per 31. desember 2025.

Stillingsgruppe	Antall ansatte		Median fastlønn i kroner		Lønnsforskjeller - kvinners andel av menns lønn i prosent	Gjennomsnitt fastlønn i kroner		Lønnsforskjeller - kvinners andel av menns lønn i prosent
	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner		Menn	Kvinner	
Seksjonsleder	33	16	1845 000	1690 000	92	1916 000	1734 000	91
Spesialrådgiver	73	21	1500 000	1440 000	96	1567 000	1431 000	91
Seniorrådgiver	77	56	1170 000	1150 000	98	1176 000	1187 000	101
Rådgiver	50	24	923 000	878 000	95	933 000	883 000	95
Analytiker	8	13	720 000	720 000	100	719 000	713 000	99

TABELL 30 Lønnskartlegging per stillingsgruppe for utbetalt godtgjørelse på Oslokontoret per 31. desember 2025.

Stillingsgruppe	Antall ansatte		Median utbetalt godtgjørelse i kroner		Lønnsforskjeller - kvinners andel av menns lønn i prosent	Gjennomsnitt utbetalt godtgjørelse i kroner		Lønnsforskjeller - kvinners andel av menns lønn i prosent
	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner		Menn	Kvinner	
Seksjonsleder	33	16	1945 000	1718 000	88	2110 000	1806 000	86
Spesialrådgiver	73	21	1760 000	1467 000	83	1905 000	1527 000	80
Seniorrådgiver	77	56	1250 000	1248 000	100	1311 000	1294 000	99
Rådgiver	50	24	954 000	897 000	94	998 000	911 000	91
Analytiker	8	13	737 000	720 000	98	736 000	722 000	98



Oslo-kontoret vårt.

Operasjonell risiko

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og forbedre prosessene våre.

Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en 12 måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til tap eller gevinst som totalt overstiger én milliard kroner eller mer. Denne rammen betegnes som «styrets operasjonelle risikotoleranse». Den beregnede operasjonelle risikoeksponeringen holdt seg innenfor denne rammen i hele 2025.

178

registrerte uønskede hendelser

Uønskede hendelser i 2025

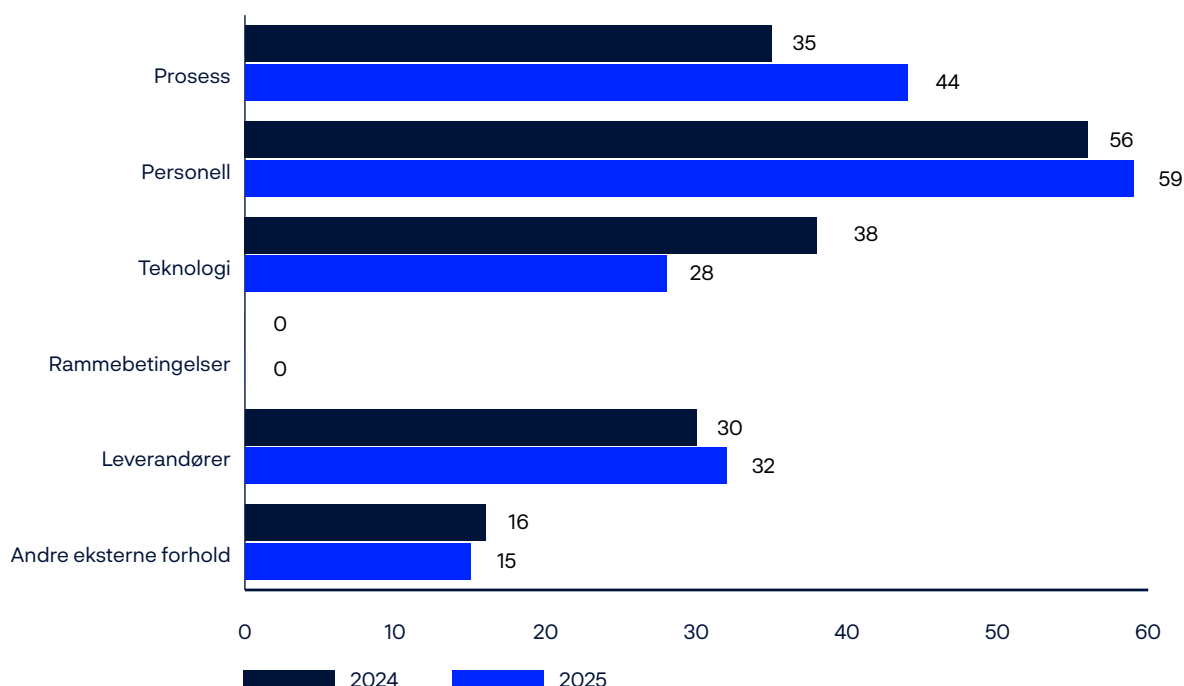
Det ble registrert 178 uønskede hendelser i 2025, opp fra 175 året før. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser. Samlet ga de uønskede hendelsene en estimert finansiell konsekvens på 142 millioner kroner. Ni av hendelsene ble vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad.

De vesentlige hendelsene bidro til omtrent 110 millioner kroner av den samlede finansielle konsekvensen. Fem av hendelsene gjaldt svikt i IT-systemer og systemtilgjengelighet. To hendelser var knyttet til eksterne aktører – relatert til skyinfrastruktur og mandatbrudd hos ekstern forvalter. Én hendelse gjaldt svikt i en intern prosess for porteføljeforvaltning, og én skyldtes menneskelig feil i forbindelse med en nettverksendring.

Etterlevelse av retningslinjer

Finansdepartementet har fastsatt mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Det ble ikke registrert noen vesentlige brudd på mandatet i 2025. Norges Bank Investment Management mottok ingen varsler om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

FIGUR 27 Antall uønskede hendelser i 2025, fordelt på årsakskategorier.





Ondsinnet bruk av kunstig intelligens gjør digitale angrep både mer effektive og lettere å skalere.

Cyberrisiko

Digitale angrepsforsøk utgjør fortsatt en betydelig risiko for Norges Bank Investment Management. Det sikkerhetspolitiske landskapet endrer seg raskt, og ondsinnet bruk av kunstig intelligens gjør digitale angrep både mer effektive og lettere å skalere.

I 2025 så vi hvordan kunstig intelligens forsterker etablerte angrepsmetoder. Dette inkluderer mer overbevisende sosial manipulasjon på tvers av språk, raskere identifisering av sårbarheter og økt bruk av angrep rettet mot leverandør- og verdikjeder. Samtidig opererer enkelte kriminelle grupper i økende grad på vegne av statlige aktører, noe som gjør det vanskeligere å skille mellom økonomisk og politisk motiverte angrep.

Flere prosesser og kontroller er på plass for å redusere cyberrisiko. Det ble ikke avdekket noen vesentlige hendelser knyttet til informasjonssikkerhet i 2025.



New York-kontoret vårt.



Singapore-kontoret vårt.

Lave kostnader

Vi er kostnadsbevisste i forvaltningen og arbeider kontinuerlig med å automatisere prosesser og effektivisere driften for å realisere stordriftsfordeler.

Høyest mulig avkastning, ansvarlig forvaltning og åpenhet er viktige prioriteringer for fondet. Vi utnytter fondets særtrekk som en stor og langsiktig investor for å skape høyest mulig avkastning på en ansvarlig måte. Samtidig vil vi sikre kostnadseffektivitet uten at det skal gå utover muligheten til å skape merverdier i forvaltningen. Vi skal også sikre god kontroll, risikostyring og opprettholde operasjonell robusthet i en tid med geopolitisk usikkerhet og et mer sammensatt risikobilde.

Interne forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital har vært stabile eller noe fallende de siste årene. Vi jobber systematisk med å automatisere prosesser og effektivisere driften for å realisere stordriftsfordeler. De siste årene har vi gjennomført en rekke tiltak for å støtte dette arbeidet. Forvaltningen skal være kostnadseffektiv, men lave kostnader er ikke et mål i seg selv. Fondets målsetting i mandatet fra Finansdepartementet er å søke å



Forvaltningskostnadene i fondet er lave sammenlignet med andre fond, målt som andel av forvaltet kapital.

oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen.

Forvaltningskostnadene i fondet er lave sammenlignet med andre fond, målt som andel av forvaltet kapital. I 2025 utgjorde forvaltningskostnadene i Norges Bank 0,038 prosent av fondsverdien. Årlige analyser som CEM Benchmarking Inc. har gjennomført for Finansdepartementet, viser at fondet over tid har hatt lavere kostnader enn alle fondene i sammenligningsgruppen. Siden 2012 har kostnadsnivået vært mellom 11 og 19 basispunkter lavere enn sammenligningsgruppen. I denne sammenligningen er det tatt hensyn til forskjeller i størrelse og aktivasammensetning. CEM-rapporten regnes som den mest anerkjente kilden til sammenlignbar informasjon om kostnadsnivået i kapitalforvaltning.

Forvaltningskostnader

Forvaltningskostnader omfatter alle kostnader knyttet til forvaltningen av investeringsporteføljen. Kostnadene påløper i hovedsak i Norges Bank, men også i datterselskaper som er etablert for å forvalte fondets investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Se [note 12](#), samt [tabell 6.4](#) og [tabell 7.4](#) i regnskapet for mer informasjon om kostnader i Norges Bank og datterselskaper.

De samlede forvaltningskostnadene i Norges Bank var 7,5 milliarder kroner i 2025, opp fra 7,4 milliarder kroner i 2024. Økningen skyldes høyere lønns- og personalkostnader og økte faste honorarer til eksterne forvaltere. Dette ble motvirket av lavere avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og valutaeffekter. Økningen i lønns- og personalkostnader skyldes i hovedsak en regnskapsmessig overgangseffekt knyttet til endret praksis for utbetaling av prestasjonsbasert lønn, som medfører endret periodisering. Som følge av dette økte personalkostnadene med 235 millioner kroner i 2025. Endringen påvirker ikke de ansattes opptjening og har begrenset betydning for utbetaling av prestasjonsbasert lønn. Uten denne overgangseffekten ville de samlede forvaltningskostnadene vært noe lavere enn i 2024. Faste honorarer til eksterne forvaltere har økt som følge av høyere kapital forvaltet eksternt i 2025. Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er redusert som følge av lavere meravkastning for enkelte eksterne forvaltere.

7,5 mrd.

kroner i totale
forvaltningskostnader

Hvert år fastsetter Finansdepartementet en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor denne rammen. Forvaltningskostnader i datterselskaper måles mot den øvre rammen, men inngår ikke i forvaltningsgodtgjøringen, ettersom de belastes porteføljerultatet direkte. I tillegg godtgjøres Norges Bank for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Disse honorarene holdes utenfor den øvre rammen. I 2025 var summen av forvaltningskostnader som påløp i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, begrenset til 8,1 milliarder kroner. Samlede forvaltningskostnader som ble målt mot den øvre kostnadsrammen, utgjorde 6,6 milliarder kroner. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 6,4 milliarder kroner, mens forvaltningskostnader i datterselskaper utgjorde 0,2 milliarder kroner. Dette tilsvarte 0,033 prosent av forvaltet kapital, en nedgang fra 0,034 prosent i 2024.

Faste og variable kostnader til eksterne forvaltere utgjorde 39 prosent av driftskostnadene i 2025. Vi bruker eksterne aksjeforvaltere i markeder og segmenter der vi vurderer at dette vil gi økt avkastning. Strategien er i første rekke å benytte eksterne forvaltere til aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder. Bruken av eksterne forvaltere har spilt en viktig rolle i arbeidet med å nå fondets mål. Fra oppstarten i 1999 og frem til utgangen av 2025 var den akkumulerte meravkastningen etter kostnader for de eksterne aksjemandatene om lag 93 milliarder kroner.

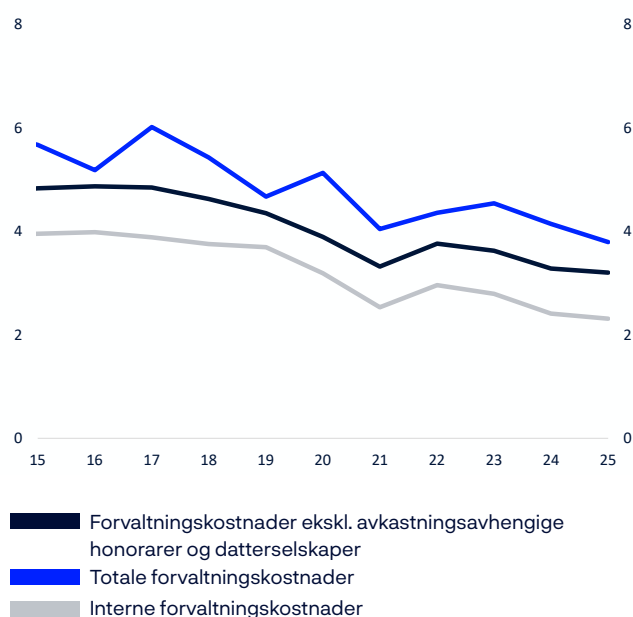
En del av kostnadene til eksterne forvaltere varierer med meravkastningen målt mot en referanseindeks. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er utformet slik at hoveddelen av meravkastningen tilfaller fondet, og inneholder samtidig bestemmelser om tak på honorarer. De avkastningsavhengige honorarene øker når forvaltere leverer høyere meravkastning.

Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner registreres i lokale verdipapirregistre over hele verden. Vi bruker en global depotinstitusjon som bistår oss i dette arbeidet. Kostnader til depot som andel av forvaltningskapitalen har falt de siste årene og utgjorde 6 prosent av forvaltningskostnadene i 2025.

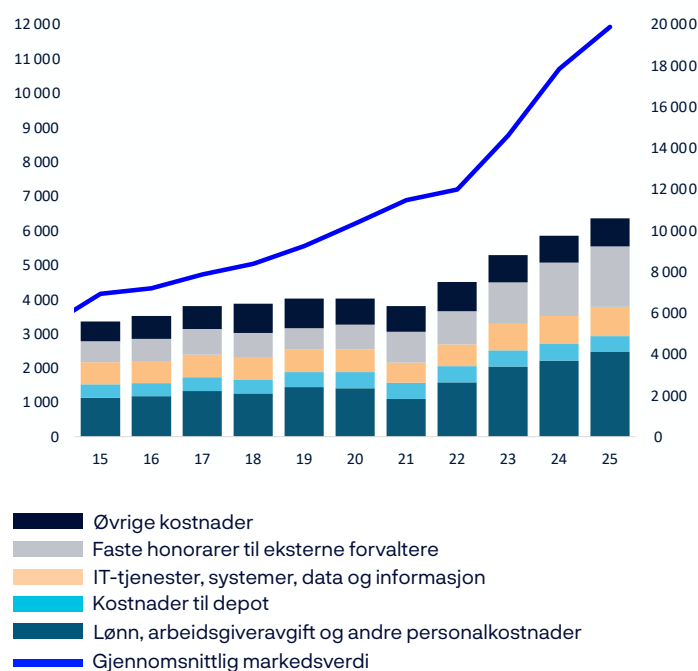
Over 75 % av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta

Fondets regnskap føres i norske kroner. Svingninger i valutakurser kan gi betydelige regnskapsmessige utslag, selv om de faktiske kostnadene i utenlandsk valuta er uendret. Over 75 prosent av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta. For eksempel vil en endring på 25 prosent i kronekursen mot andre valutaer isolert sett endre driftskostnadene med om lag 1 800 millioner kroner. Svekkelsen av norske kroner de siste årene har derfor bidratt til høyere kostnader målt i norske kroner.

FIGUR 28 Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning i basispunkter.



FIGUR 29 Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene. Kostnader¹ (millioner kroner, venstre akse) og fondets gjennomsnittlige markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse).



¹Ekskl. avkastningsavhengige honorarer og datterselskaper

Forvaltningskostnader fordelt på investeringsstrategier

Vi benytter ulike investeringsstrategier i forvaltningen av fondet. Strategiene utfyller og påvirker hverandre, og det er kostnadssynergier mellom dem. Kostnadene fordeles mellom strategiene, enten basert på faktiske kostnader eller ved bruk av fordelingsnøkler, som antall ansatte eller transaksjonsvolum.

TABELL 31 Forvaltningskostnader i basispunkter per investeringsstrategi i 2025. Kostnader refundert av Finansdepartementet.

2025	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Markedseksposering	1,3	1,8
Verdipapirseleksjon	2,2	9,6
Intern verdipapirseleksjon	0,6	3,5
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	1,6	29,4
Allokering	0,3	
hvorav unotert eiendom	0,2	8,3
Totalt	3,8	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

TABELL 32 Forvaltningskostnader i basispunkter per investeringsstrategi 2013-2025. Kostnader refundert av Finansdepartementet.

2013–2025	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Markedseksposering	2,0	2,6
Verdipapirseleksjon	2,5	13,7
Intern verdipapirseleksjon	0,7	5,0
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	1,8	40,9
Allokering	0,3	
Unotert eiendom ²	0,3	16,5
Totalt	5,0	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

² Fra 2017 er unotert eiendom en del av allokeringsstrategien, men presentert på egen linje for 2013–2025.



Vi jobber kontinuerlig med å holde de direkte transaksjonskostnadene lave.

Transaksjonskostnader

Transaksjonskostnader omfatter alle kostnader knyttet til transaksjoner som påvirker porteføljerultatet direkte. Det skilles mellom direkte og indirekte transaksjonskostnader. For aksjer og obligasjoner består de direkte transaksjonskostnadene normalt av kurtasje og transaksjonsskatt, herunder dokumentavgift. For unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi omfatter dette engangskostnader ved kjøp og salg av investeringene, som dokumentavgift, tinglysningsgebyr, due diligence-kostnader og forsikringer.

Vi jobber kontinuerlig med å holde de direkte transaksjonskostnadene lave. Det gjør vi ved å analysere handlene våre og ved å ta hensyn til transaksjonskostnadene i investeringsstrategiene, blant annet ved å begrense antall transaksjoner. Markeder med høy kurtasje eller skatter kan derfor ha lavere aktivitet enn markeder med lavere faste transaksjonskostnader. I tillegg velger vi motparter som kan gjennomføre våre investeringsbeslutninger på en kostnadseffektiv måte. Transaksjonskostnadene utgjorde 7,7 milliarder kroner i 2025, sammenlignet med 6,1 milliarder kroner i 2024. Av dette var 6,7 milliarder kroner knyttet til aksjeinvesteringer, 0,7 milliarder kroner til investeringer i unotert eiendom og 0,3 milliarder kroner til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi.

I tillegg til de direkte kostnadene påløper det også indirekte kostnader når vi investerer. Disse oppstår som følge av prissvingninger fra handelen initieres i markedet til den er gjennomført. De indirekte kostnadene inngår i porteføljerultatet og er estimert til 14,5 milliarder kroner for interne aksjeinvesteringer i 2025, sammenlignet med 16,0 milliarder kroner i 2024. Selv med høyere aktivitet i 2025, har de indirekte transaksjonskostnadene blitt redusert på grunn av brede kostnadsreduserende tiltak og noe forbedring i markedsforhold.



London-kontoret vårt.

4. Regnskapet

80	Regnskap
84	Noter
136	Uavhengig revisors beretning



Innhold

Regnskapsrapportering

80	Regnskap
80	Resultatregnskap
81	Balanse
82	Kontantstrømoppstilling
83	Oppstilling av endringer i eiers kapital
84	Noter
84	Note 1 Generell informasjon
85	Note 2 Regnskapsprinsipper
88	Note 3 Avkastning
89	Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater
90	Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater
93	Note 6 Unotert eiendom
96	Note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi
99	Note 8 Måling til virkelig verdi
107	Note 9 Investeringsrisiko
120	Note 10 Skatt
122	Note 11 Gevinst/tap valuta
124	Note 12 Forvaltningskostnader
126	Note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse
128	Note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning
130	Note 15 Nærstående parter
131	Note 16 Interesser i andre foretak
135	Note 17 Andre eiendeler og annen gjeld
136	Uavhengig revisors beretning

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2025	2024
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer	4	2 115 405	2 454 653
- Obligasjoner	4	243 405	70 889
- Unotert eiendom	6	9 063	-3 789
- Unotert infrastruktur	7	7 313	-627
- Finansielle derivater	4	1 350	11 262
- Utlån med sikkerhetsstillelse	13	20 801	21 622
- Innlån med sikkerhetsstillelse	13	-22 889	-24 810
Skattekostnad	10	-11 157	-17 211
Renteinntekt/kostnad		-1 042	-939
Annen inntekt/kostnad		-117	4
Porteføljerultat før gevinst/tap valuta		2 362 132	2 511 054
Gevinst/tap valuta	11	-1 155 299	1 072 207
Porteføljerultat		1 206 833	3 583 261
Forvaltningsgodtgjøring	12	-7 537	-7 390
Resultat og totalresultat		1 199 296	3 575 870

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2025	31.12.2024
Eiendeler			
Innskudd i banker		19 394	25 550
Utlån med sikkerhetsstillelse	13,14	1 374 213	1 020 455
Avgitt kontantsikkerhet	14	20 426	11 340
Uoppgjorte handler		38 765	72 619
Aksjer	5	14 217 305	13 290 055
Utlånte aksjer	5,13	1 011 469	862 197
Obligasjoner	5	4 987 629	4 481 076
Utlånte obligasjoner	5,13	811 514	1 088 846
Finansielle derivater	5,14	27 597	32 904
Unotert eiendom	6	371 524	355 769
Unotert infrastruktur	7	60 228	25 236
Fordring kildeskatt	10	11 594	17 938
Andre eiendeler	17	2 165	1 690
Sum eiendeler		22 953 824	21 285 673
Gjeld og eiers kapital			
Innlån med sikkerhetsstillelse	13,14	1 370 328	1 319 892
Mottatt kontantsikkerhet	14	129 608	103 193
Uoppgjorte handler		141 044	76 260
Finansielle derivater	5,14	26 483	31 229
Utsatt skatt	10	10 744	13 170
Annen gjeld	17	194	147
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		7 537	190
Sum gjeld		1 685 938	1 544 083
Eiers kapital		21 267 886	19 741 590
Sum gjeld og eiers kapital		22 953 824	21 285 673

Kontantstrømoppstilling

Regnskapsprinsipp

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet etter den direkte metoden. Vesentlige klasser av brutto inn- og utbetalinger er presentert separat, med unntak for spesifikke transaksjoner, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, som er presentert netto. Kontantstrømmer knyttet til fondets investeringsvirksomhet er presentert som operasjonelle aktiviteter siden de representerer den inntektsskapende virksomheten til fondet. Tilførsler og uttak mellom SPU og den norske stat er finansieringsaktiviteter. Disse overføringene er gjort opp i perioden. I Oppstilling av endringer i eiers kapital presenteres påløpt tilførsel/uttak.

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	2025	2024
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer		274 816	267 025
Innbetaling av renter fra obligasjoner		160 695	131 621
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6	9 070	8 175
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur	7	747	440
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		-2 655	-3 359
Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner, unotert eiendom og unotert infrastruktur		442 673	403 902
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		18 918	-230 218
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		-552 445	-650 861
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	6	-38 899	-40 244
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur	7	-27 955	-7 614
Netto kontantstrøm finansielle derivater		-9 528	20 874
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		19 778	73 732
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		-173 972	65 565
Netto utbetaling av skatt	10	-5 574	-20 710
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		74	214
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		-183	920
Oppgjør av forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank ¹		-190	-7 032
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter		-327 303	-391 472
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat		326 697	411 365
Uttak fra den norske stat		-	-
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter		326 697	411 365
Netto endring innskudd i banker			
Innskudd i banker per 1. januar		25 550	8 584
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden		-606	19 892
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		-5 549	-2 927
Innskudd i banker per periodens slutt		19 394	25 550

¹ Forvaltningsgodtgjøringen som fremkommer i Kontantstrømoppstillingen består av beløp som er tilført eller trukket fra kronekontoen i forbindelse med oppgjør av forvaltningskostnader i Norges Bank.

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Regnskapsprinsipp

Eiers kapital for SPU består av innskutt kapital i form av akkumulert netto tilførsel fra den norske stat og opptjent kapital i form av totalresultat. Eiers kapital tilsvarer Finansdepartementets innskudd på kronekontoen i Norges Bank.

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2024	4 768 370	10 988 349	15 756 719
Resultat og totalresultat	-	3 575 870	3 575 870
Tilførsel i perioden	409 000	-	409 000
Uttak i perioden	-	-	-
31. desember 2024	5 177 370	14 564 220	19 741 590
1. januar 2025	5 177 370	14 564 220	19 741 590
Resultat og totalresultat		1 199 296	1 199 296
Tilførsel i perioden	327 000	-	327 000
Uttak i perioden	-	-	-
31. desember 2025	5 504 370	15 763 516	21 267 886

Note 1 Generell informasjon

Innledning

Norges Bank er landets sentralbank. Norges Bank er et eget rettssubjekt og eies av staten. Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond utland (SPU) på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 3 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland (forvaltningsmandatet), fastsatt av Finansdepartementet.

SPU skal støtte statlig sparing for finansiering av fremtidige utgifter og underbygge langsiktige hensyn ved bruk av Norges petroleumsinntekter. Stortinget har fastsatt rammene i lov om Statens pensjonsfond, og Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning. Hovedstyret i Norges Bank har delegert gjennomføringen av forvaltningsoppdraget til Norges Bank Investment Management (NBIM).

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank (kronekontoen). Banken skal i eget navn videreplassere kronekontoen i en investeringsportefølje bestående av aksjer, obligasjoner, fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi. SPU er i sin helhet investert utenfor Norge.

I henhold til forvaltningsmandatet foretas overføringer til og fra kronekontoen. Når statens petroleumsinntekter overstiger statens oljepengebruk over statsbudsjettet vil det gjøres innskudd på kronekontoen. I motsatte tilfeller vil det gjøres uttak. Overføringer til og fra kronekontoen medfører en tilsvarende endring i eiers kapital.

For utfyllende informasjon om forvaltningsmandatet for SPU, Norges Banks styringsstruktur og risikostyring, se [note 9 Investeringsrisiko](#).

Godkjenning av årsregnskapet

Den årlige regnskapsrapporteringen for SPU er et utdrag av Norges Banks regnskapsrapportering, og inngår i Norges Banks årsregnskap som note 20. Årsregnskapet til Norges Bank for 2025 ble godkjent av hovedstyret 5. februar 2026 og godkjent av representantskapet 26. februar 2026.

Note 2 Regnskapsprinsipper

Denne noten beskriver regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger som gjelder hele regnskapet. Øvrige regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger er beskrevet i de respektive oppstillingene og notene.

Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger

Utarbeidelsen av regnskapet innebærer bruk av usikre estimater og forutsetninger knyttet til fremtidige hendelser som påvirker regnskapsførte beløp for eiendeler, forpliktelser, inntekter og kostnader. Estimater fastsettes basert på tidligere erfaringer og reflekterer ledelsens forventninger om fremtidige hendelser. Faktiske utfall kan avvike fra estimatene. Utarbeidelsen av regnskapet innebærer også skjønnsmessige vurderinger i forbindelse med anvendelsen av regnskapsprinsipper, som kan ha betydelig innvirkning på regnskapet.

I tilfeller hvor det foreligger spesielt usikre estimater eller skjønnsmessige vurderinger, er dette omtalt i de respektive notene.

Grunnlag for utarbeidelse

I henhold til Bestemmelser om årsregnskap mv. for Norges Bank (regnskapsinstruksen), fastsatt av Finansdepartementet, er regnskapsrapportering for SPU utarbeidet i samsvar med IFRS Accounting Standards som godkjent av EU, under forutsetning om fortsatt drift. Årsregnskapet utarbeides med regnskapsavslutning per 31. desember. Det er presentert i norske kroner og avrundet til nærmeste million. Avrundingsdifferanser kan forekomme.

Endringer i regnskapsprinsipper, herunder nye og endrede standarder og fortolkninger i perioden

De anvendte regnskapsprinsippene er konsistente med prinsippene i forrige regnskapsår. Det er ingen nye eller endrede IFRS-standarder og fortolkninger som har trådt i kraft for regnskapsåret som startet 1. januar 2025 som har hatt vesentlig påvirkning på regnskapet.

Nye og endrede standarder og fortolkninger med virkning fra 2026 eller senere

[IFRS 18 Presentation and Disclosure in Financial Statements](#)

I 2024 publiserte IASB en ny regnskapsstandard «IFRS 18 Presentation and Disclosure in Financial Statements». IFRS 18 vil erstatte IAS 1 Presentasjon av finansregnskapet. Den nye standarden trer i kraft for regnskapsår som begynner på eller etter 1. januar 2027. Den nye standarden innfører flere nye krav til presentasjon av finansregnskapet og noteopplysninger. De mest relevante for SPU er:

- Et krav om å klassifisere alle inntekter og kostnader i fem kategorier i resultatregnskapet: drift, investering, finansiering, inntektsskatt og avvirket virksomhet.
- Et krav om å presentere en definert delsum for driftsresultat.
- Et krav om å opplyse om poster definert som Ledelsesdefinerte resultatmål (MPM) i en egen note til regnskapet.

Norges Bank har startet vurderingen av de nye kravene i IFRS 18. Innregning og måling vil forbli uendret, og implementeringen av IFRS 18 vil derfor ikke ha innvirkning på Resultat og totalresultat eller Eiers kapital.

Foreløpig vurdering er at SPU anses å være en enhet som investerer i eiendeler som hovedvirksomhet under IFRS 18. Følgelig vil inntekts- og kostnadsposter relatert til investeringsporteføljen primært klassifiseres i driftskategorien i resultatregnskapet.

IFRS 18 vil bli implementert fra ikrafttredelsesdatoen, med retrospektiv anvendelse som påkrevet.

Annet

Andre vedtatte IFRS-standarder, endringer i eksisterende standarder og fortolkninger som er utgitt med ikrafttredelsesdato fra 2026 eller senere forventes å være uvesentlige eller ikke relevante for regnskapsrapporteringen for SPU på implementeringstidspunktet.

Regnskapsprinsipper som gjelder hele regnskapet

Finansielle eiendeler og forpliktelser

Innregning og fraregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser innregnes i balansen ved inngåelse som part i instrumentets kontraktsmessige betingelser.

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktsmessige rettighetene til kontantstrømmene utløper, eller når de finansielle eiendelene og det vesentligste av risiko og fordeler ved eierskap til eiendelene er overført. Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for spesifikasjon av overførte eiendeler som ikke er fraregnet.

Finansielle forpliktelser fraregnes når de har opphørt, dvs. når pliktene angitt i kontraktene er oppfylt, kansellert eller utløpt.

Kjøp eller salg av en finansiell eiendel i henhold til en kontrakt med oppgjør i tråd med normale markedsvilkår, regnskapsføres på avtaletidspunktet.

Klassifisering og måling

Finansielle eiendeler klassifiseres basert på forretningsmodellen som ligger til grunn for forvaltningen av eiendelene, samt egenskapene ved de kontraktsfestede kontantstrømmene.

Investeringsporteføljen til SPU forvaltes i samsvar med forvaltningsmandatet fastsatt av Finansdepartementet, investeringsmandatet fastsatt av hovedstyret i Norges Bank og investeringsstrategier fastsatt av ledelsen i Norges Bank Investment Management. Disse mandatene og strategiene, inkludert risikostyringsstrategiene, innebærer at alle finansielle eiendeler styres og følges opp på grunnlag av virkelig verdi. SPUs finansielle eiendeler er derfor målt til virkelig verdi over resultatet, med unntak for Fordring forvaltningsgodtgjøring som ikke inngår i investeringsporteføljen. Fordring forvaltningsgodtgjøring er målt til amortisert kost.

Finansielle forpliktelser, med unntak for Skyldig forvaltningsgodtgjøring og Utsatt skatt, inngår i investeringsporteføljen som styres og følges opp basert på virkelig verdi, og er derfor øremerket til virkelig verdi over resultatet. Skyldig forvaltningsgodtgjøring er målt til amortisert kost. Se [note 10 Skatt](#) for informasjon om innregning og måling av utsatt skatt.

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet.

Datterselskaper

SPU er et investeringsforetak i henhold til IFRS 10 Konsernregnskap. IFRS 10 definerer et investeringsforetak og innfører et pliktig unntak fra konsolidering for investeringsforetak.

Skjønnsmessig vurdering

SPU er et investeringsforetak basert på følgende:

- a) SPU mottar midler fra den norske stat, som er en nærstående part og eneste eier, og leverer profesjonelle investeringstjenester i form av forvaltningen av fondet, til den norske stat,
- b) SPU er forpliktet overfor den norske stat til å investere utelukkende for verdistigning og kapitalinntekter,
- c) SPU måler og evaluerer avkastning for alle investeringer utelukkende basert på virkelig verdi.

SPU har ikke en eksplisitt strategi som angir et spesifisert tidspunkt for realisering av hver enkelt investering, men investeringene vurderes fortløpende og det foretas kjøps- og salgsvurderinger. Etter en samlet vurdering er det konkludert med at SPU oppfyller kriteriene i definisjonen av et investeringsforetak.

Investeringer i fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskapene er kontrollert av SPU og innregnes i regnskapsrapporteringen for SPU i tråd med § 3-4 i regnskapsinstruksen. For ytterligere informasjon, se [note 16 Interesser i andre foretak](#).

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

Datterselskaper som investerer i fast eiendom eller infrastruktur for fornybar energi gjennom eierandeler i andre selskaper, er investeringsforetak. Disse datterselskapene er målt til virkelig verdi over resultatet i tråd med prinsippene for finansielle eiendeler. Datterselskaper som investerer i fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi er presentert i balansen som henholdsvis Unotert eiendom og Unotert infrastruktur. Se [note 6 Unotert eiendom](#) og [note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi](#) for utfyllende prinsipper.

Konsoliderte datterselskaper

Datterselskaper som utfører investeringstjenester og som ikke selv er investeringsforetak, konsolideres. Konsoliderte datterselskaper eier ingen investeringer i fast eiendom eller infrastruktur for fornybar energi, verken direkte eller indirekte.

Note 3 Avkastning

Tabell 3.1 viser avkastningen for fondet og for hver aktivaklasse.

Tabell 3.1 Avkastning

	2025	2024
Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)		
Aksjeinvesteringenes avkastning	19,29	18,19
Renteinvesteringenes avkastning	5,42	1,28
Unotert eiendomsavkastning	4,36	-0,57
Unotert infrastruktursavkastning	18,07	-9,81
Fondets avkastning	15,11	13,09
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	-0,28	-0,45
Avkastning målt i norske kroner (prosent)		
Aksjeinvesteringenes avkastning	9,85	28,10
Renteinvesteringenes avkastning	-2,92	9,77
Unotert eiendomsavkastning	-3,90	7,77
Unotert infrastruktursavkastning	8,73	-2,25
Fondets avkastning	6,00	22,57

Det benyttes tidsvektet avkastningsmetode. Beholdningenes virkelige verdi fastsettes på tidspunkter for kontantstrømmer inn i og ut av aktivaklassene og fondet som helhet. Det benyttes geometrisk kobling av delperioders avkastning ved beregning av lengre avkastningsperioder.

Avkastningen beregnes etter fradrag for transaksjonskostnader, ikke-refunderbar kildeskatt på utbytte og renter, samt skatt på realiserte gevinster.

Avkastningen måles både i norske kroner og fondets valutakurv. Valutakurven er vektet etter sammensetningen av valutaene i referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Avkastningen målt i fondets valutakurv beregnes som den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvets avkastning.

Fondets relative avkastning beregnes som den aritmetiske differansen mellom fondets avkastning og avkastningen på fondets referanseindeks. Fondets referanseindeks består av globale aksje- og obligasjonsindekser fastsatt av Finansdepartementet og beregnes ved å vekte sammen månedlig avkastning til referanseindeksene for hver av de to aktivaklassene. Som vekter brukes hver av aktivaklassenes vekt i den faktiske referanseindeksen ved inngangen til måneden.

Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Regnskapsprinsipp

Investeringer i aksjer, obligasjoner og finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet. Se [note 2 Regnskapsprinsipper](#) for mer informasjon.

Tabell 4.1 til 4.3 spesifiserer endringen i virkelig verdi i perioden, der linjen Inntekt/kostnad viser beløpet innregnet i resultatregnskapet for den aktuelle resultatlinjen. Følgende prinsipper for presentasjon gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementene presentert i tabellene:

Utbytte innregnes på eks. dato som er det tidspunktet rettigheten til å motta utbyttet er etablert.

Renteinntekter innregnes etter hvert som de opptjenes. Rentekostnader innregnes etter hvert som de påløper. Måling av renteinntekter og -kostnader er basert på kontraktsmessige vilkår.

Realisert gevinst/tap utgjør i hovedsak beløp realisert når eiendeler eller forpliktelser blir fraregnet. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost. Realisert gevinst/tap inkluderer transaksjonskostnader, som resultatføres når de påløper. Transaksjonskostnader er definert som alle kostnader som er direkte henførbare til den gjennomførte transaksjonen. For investeringer i aksjer og obligasjoner omfatter dette normalt kurtasje og dokumentavgift.

Urealisert gevinst/tap utgjør endringer i virkelig verdi i perioden for den relaterte balanseposten, som ikke kan tilskrives de tidligere omtalte kategoriene.

Tabell 4.1 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra aksjer

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Utbytte	276 796	270 263
Realisert gevinst/tap	783 386	617 366
Urealisert gevinst/tap	1 055 223	1 567 024
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	2 115 405	2 454 653

Tabell 4.2 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Renter	178 836	157 191
Realisert gevinst/tap	-20 660	-44 964
Urealisert gevinst/tap	85 230	-41 338
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	243 405	70 889

Tabell 4.3 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Renter	866	-4 494
Realisert gevinst/tap	-4 353	11 411
Urealisert gevinst/tap	4 837	4 345
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	1 350	11 262

Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Regnskapsprinsipp

Investeringer i aksjer og obligasjoner er målt til virkelig verdi over resultatet.

Opptjente utbytter og renter presenteres i balansen på samme linje som de underliggende finansielle instrumentene. Opptjent utbytte er utbytte som er vedtatt, men ikke utbetalt på balansedagen, se [note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater](#) for ytterligere informasjon.

Balanselinjen Aksjer inkluderer investeringer i depotbevis (GDR/ADR) og andeler i noterte fond, som for eksempel REITs. Overførte aksjer og obligasjoner presenteres separat. For mer informasjon, se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#).

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet. Børsnoterte futures og tilhørende variasjonsmargin presenteres netto i balansen da det foreligger en juridisk håndhevbar rett til å motregne og intensjonen er å gjøre opp på nettogrunnlag eller å realisere eiendelen og gjøre opp forpliktelsen under ett. Norges Bank benytter ikke sikringsbokføring, og ingen finansielle instrumenter er derfor utpekt som sikringsinstrumenter.

For ytterligere informasjon om måling, se [note 8 Måling til virkelig verdi](#). Endringer i virkelig verdi resultatføres og er spesifisert i [note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater](#).

Tabell 5.1 spesifiserer investeringer i aksjer per sektor.

Tabell 5.1 Aksjer

	31.12.2025	31.12.2024
Beløp i millioner kroner	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte
Teknologi	4 322 534	3 821 747
Finans	2 560 735	2 175 781
Varige konsumvarer	2 011 834	2 018 538
Industri	1 928 892	1 790 346
Helse	1 423 670	1 390 234
Konsumvarer	586 120	652 771
Eiendom	642 830	691 317
Materialer	515 072	434 985
Energi	429 186	444 666
Telekommunikasjon	445 093	405 090
Kraft- og vannforsyning	362 809	326 775
Sum aksjer	15 228 774	14 152 251
Herav presentert i balanselinjen Aksjer	14 217 305	13 290 055
Herav presentert i balanselinjen Utlånte aksjer	1 011 469	862 197

Ved utgangen av 2025 utgjorde opptjent utbytte 11 115 millioner kroner (12 234 millioner kroner ved utgangen av 2024).

Tabell 5.2 spesifiserer investeringer i obligasjoner per kategori. Nominell verdi representerer beløpet som skal returneres ved forfall, det vil si obligasjonens pålydende verdi.

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2025		31.12.2024	
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter
Statsobligasjoner				
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	3 387 913	3 200 365	3 388 045	3 166 117
Sum statsobligasjoner	3 387 913	3 200 365	3 388 045	3 166 117
Statsrelaterte obligasjoner				
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	22 311	21 965	16 640	16 151
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	226 545	217 504	182 060	172 785
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	88 976	88 114	100 588	100 466
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	186 547	185 509	207 826	203 263
Sum statsrelaterte obligasjoner	524 378	513 092	507 114	492 665
Realrente obligasjoner				
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	363 616	342 561	325 074	303 792
Sum realrente obligasjoner	363 616	342 561	325 074	303 792
Selskapsobligasjoner				
Konvertible obligasjoner	54	64	58	69
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	130 176	125 514	124 293	116 511
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	613 271	610 719	599 756	580 509
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	698 079	676 568	643 891	605 262
Sum selskapsobligasjoner	1 441 581	1 412 864	1 367 998	1 302 352
Pantesikrede obligasjoner				
Obligasjoner med fortrinnsrett	343 058	330 261	322 255	304 996
Sum pantesikrede obligasjoner	343 058	330 261	322 255	304 996
Sum obligasjoner	6 060 546	5 799 143	5 910 486	5 569 922
Herav presentert i balansenlinjen Obligasjoner		4 987 629		4 481 076
Herav presentert i balansenlinjen Utlånte obligasjoner		811 514		1 088 846

Ved utgangen av 2025 utgjorde opptjente renter 56 924 millioner kroner (51 128 millioner kroner ved utgangen av 2024).

Finansielle derivater

Finansielle derivater benyttes i forvaltningen for å justere eksponeringen innenfor forskjellige porteføljer, som et kostnadseffektivt alternativ til handel i de underliggende verdipapirene. Videre benyttes valutaderivater i forbindelse med likviditetsstyring. Aksjederivater med et opsjonselement er ofte et resultat av selskaphendelser og disse kan konverteres til aksjer eller bli solgt. I tillegg benytter SPU aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

Tabell 5.3 spesifiserer finansielle derivater innregnet i balansen. Nominell verdi er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinst/tap for derivatkontraktene. Dette gir informasjon om i hvilken grad ulike typer finansielle derivater benyttes.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2025			31.12.2024		
	Nominell verdi	Virkelig verdi		Nominell verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	913 773	3 928	5 774	1 216 103	14 652	10 267
Rentederivater	5 630 066	21 971	12 428	2 827 002	14 028	10 961
Kredittderivater	209 308	1 421	8 233	173 841	4 147	9 982
Aksjederivater ¹	-	141	-	-	36	-
Børsnoterte futureskontrakter ²	167 303	137	48	174 242	40	20
Sum finansielle derivater	6 920 450	27 597	26 483	4 391 189	32 904	31 229

¹ Nominell verdi anses å ikke være relevant for aksjederivater og er derfor ikke inkludert i tabellen.

² Børsnoterte futureskontrakter har daglige marginbetalinger og netto balanseført verdi er normalt null ved balansedagen, med unntak av futureskontrakter i enkelte markeder hvor det er ulikt tidspunkt for fastsettelse av markedsverdi for marginering og balanseført verdi.

Valutaderivater

Dette omfatter valutaterminkontrakter som er avtaler om å kjøpe eller selge en spesifisert mengde av utenlandsk valuta på et avtalt tidspunkt i fremtiden.

Rentederivater

Dette omfatter avtaler mellom to parter om å bytte rentebetalinger basert på forskjellige renteberegninger. Rentederivater innregnet i balansen er hovedsakelig rentebytteavtaler hvor en part betaler flytende rente og den andre fast rente.

Kredittderivater

Dette omfatter kredittbytteavtaler for indekser («CDS Indices») bestående av selskapsobligasjoner, hvor den ene parten (selger) påtar seg kredittrisikoen og den andre parten (kjøper) reduserer kredittrisikoen tilhørende den underliggende obligasjonsindeksen. Ved en kredittbytteavtale mottar selger en periodisk premie fra kjøper som en kompensasjon for å overta kredittrisikoen. Kjøper mottar betaling kun hvis kredittbeskyttelsen utløses gjennom for eksempel mislighold av underliggende kreditt i indeksen (utløsende hendelse).

Aksjederivater

Aksjederivater er derivater med eksponering mot underliggende enkeltaksjer. Aksjederivater innregnet i balansen består av rights og warrants som er instrumenter med et opsjonselement. Disse instrumentene gir kjøperen rett til å kjøpe en aksje til en avtalt pris innenfor en viss tidsramme.

Futureskontrakter

Futureskontrakter er børsnoterte avtaler om å kjøpe eller selge en spesifikk eiendel (verdpapir, indeks, rentesats, kraft eller lignende) til en avtalt pris en gang i fremtiden.

Aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer

Aksjebytteavtaler gjennomføres i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer, i forbindelse med fondets aktivitet innenfor utlån og innlån med sikkerhetsstillelse. Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for ytterligere informasjon. SPU tar ikke markedsrisiko i disse transaksjonene og har dermed tilnærmet ingen netto eksponering. Aksjebytteavtalene (derivatet) innregnes ikke i balansen. Ved utgangen av 2025 var beløp for kjøp av aksjer utført i kombinasjon av motregnede aksjebytteavtaler 873 milliarder kroner (671 milliarder kroner ved utgangen av 2024). Beløp for salg av aksjer i kombinasjon med motregnede aksjebytteavtaler var 179 milliarder kroner (194 milliarder kroner ved utgangen av 2024). Se også tabell 14.1 i note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning.

Note 6 Unotert eiendom

Regnskapsprinsipp

Investeringer i unotert eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskaper som er presentert i balansen som Unotert eiendom er målt til virkelig verdi over resultatet. Se [note 2 Regnskapsprinsipper](#) for mer informasjon.

Virkelig verdi av unotert eiendom tilsvarer summen av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende eiendomsselskapene, målt til virkelig verdi. For ytterligere informasjon, se [note 8 Måling til virkelig verdi](#).

Endringer i virkelig verdi resultatføres og presenteres som Inntekt/kostnad fra unotert eiendom.

Følgende prinsipper for presentasjon gjelder for de respektive inntekts og -kostnadselementene presentert i tabell 6.1:

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

Utbytte innregnes på det tidspunktet utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan, eller blir utbetalt i tråd med selskapets vedtekter.

I tabell 6.1 og 6.2 nedenfor gis en spesifikasjon av henholdsvis inntekt/kostnad og balanseendringer knyttet til investeringer i unotert eiendom.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Innbetaling av renter og utbytte	9 070	8 175
Urealisert gevinst/tap ¹	-7	-11 963
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	9 063	-3 789

¹ Opptjente renter og utbytte som ikke er oppgjort er inkludert i Urealisert gevinst/tap.

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Unotert eiendom per 1. januar	355 769	300 541
Netto kontantstrøm til/fra investeringer	38 899	40 244
Urealisert gevinst/tap	-7	-11 963
Gevinst/tap valuta	-23 137	26 947
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	371 524	355 769

Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert eiendom

SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i fast eiendom, primært bygninger. Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene kan bli distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte, samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av renter og utbytte fra datterselskaper til SPU.

Netto inntekt distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte er presentert i kontantstrømpoppstillingen som Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom.

Kontantoverføringer i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømpoppstillingen som Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom.

Netto inntekt som ikke blir distribuert tilbake til SPU reinvesteres i de underliggende eiendomsselskapene, for å finansiere for eksempel utvikling av bygninger eller nedbetaling av ekstern gjeld. En netto utbetaling fra SPU til datterselskaper vil medføre en økning i balanseført verdi av Unotert eiendom, mens en netto innbetaling fra datterselskaper til SPU vil medføre en reduksjon.

Tabell 6.3 spesifiserer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert eiendom.

Tabell 6.3 Kontantstrøm unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Innbetaling av renter fra løpende drift	2 988	2 889
Innbetaling av utbytte fra løpende drift	6 083	5 252
Innbetaling av renter fra salg	-	33
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	9 070	8 175
Utbetaling til nye investeringer	-34 337	-37 716
Utbetaling til utvikling av bygninger	-4 597	-3 444
Netto inn-/utbetaling ekstern gjeld	-1 871	-
Innbetaling fra løpende drift	1 478	890
Innbetaling fra salg	427	26
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	-38 899	-40 244
Netto kontantstrøm unotert eiendom	-29 829	-32 069
Herav kontantstrøm fra løpende drift	10 549	9 032
Herav kontantstrøm til/fra andre aktiviteter	-40 378	-41 101

Underliggende eiendomsselskaper

Datterselskapene knyttet til eiendom har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. For ytterligere informasjon, se [note 16 Interesser i andre foretak](#).

Prinsipper for presentasjon

Følgende prinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementene i datterselskapene presentert i tabell 6.4:

Leieinntekter innregnes lineært over leieperioden. Netto leieinntekter består i all hovedsak av opptjente leieinntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av bygningene.

Honorarer for eiendomsforvaltning er direkte relatert til de underliggende bygningene og er primært knyttet til drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Faste honorarer resultatføres etter hvert som de påløper. Variable honorarer til eksterne eiendomsforvaltere er basert på oppnådde prestasjonsmål over tid. Avsetning for variable honorarer er basert på beste estimat på påløpte honorarer som skal utbetales. Endringen i beste estimat i regnskapsperioden resultatføres.

Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg av eiendom påløper som en engangskostnad og resultatføres etter hvert som de påløper.

Tabell 6.4 spesifiserer SPUs andel av netto inntekt generert i de underliggende eiendomsselskapene som er grunnlaget for Inntekt/kostnad fra unotert eiendom presentert i tabell 6.1.

Tabell 6.4 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Netto leieinntekter	17 325	14 708
Ekstern eiendomsforvaltning - faste honorarer	-1 225	-1 023
Ekstern eiendomsforvaltning - variable honorarer	-9	-24
Intern eiendomsforvaltning - faste honorarer ¹	-122	-114
Driftskostnader i heleide datterselskaper ²	-116	-76
Driftskostnader i felleskontrollert virksomhet	-265	-174
Rentekostnader ekstern gjeld	-999	-806
Betalbar skatt	-328	-253
Netto inntekt fra løpende drift	14 261	12 237
Realisert gevinst/tap	49	93
Urealisert gevinst/tap ³	-4 522	-15 718
Realisert og urealisert gevinst/tap	-4 473	-15 625
Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg	-725	-400
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	9 063	-3 789

¹ Intern eiendomsforvaltning utføres på 100 prosent eide eiendommer av ansatte i et heleid, konsolidert datterselskap.

² Driftskostnader i heleide datterselskaper måles mot den øvre kostnadsrammen fra Finansdepartementet, se [note 12](#) for mer informasjon.

³ Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 inkluderer netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som ikke er distribuert tilbake til SPU og vil derfor ikke tilsvare Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.4.

Tabell 6.5 spesifiserer SPUs andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende eiendomsselskapene som inngår i Unotert eiendom som presentert i tabell 6.2.

Tabell 6.5 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Bygninger	405 896	374 603
Ekstern gjeld	-36 045	-31 494
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	1 673	12 660
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	371 524	355 769

¹ Netto andre eiendeler og forpliktelser består av kontanter og skatt samt operasjonelle fordringer og forpliktelser.

Note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi

Regnskapsprinsipp

Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi (Unotert infrastruktur) utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskaper som er presentert i balansen som Unotert infrastruktur er målt til virkelig verdi over resultatet. Se [note 2 Regnskapsprinsipper](#) for mer informasjon.

Virkelig verdi av unotert infrastruktur tilsvarer SPUs andel av egenkapitalverdien til de underliggende infrastrukturselskapene, målt til virkelig verdi. For ytterligere informasjon, se [note 8 Måling til virkelig verdi](#).

Endringer i virkelig verdi resultatføres og presenteres som Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur.

Følgende prinsipper for presentasjon gjelder for de respektive inntekts og -kostnadselementene presentert i tabell 7.1:

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

Utbytte innregnes på det tidspunktet utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan, eller blir utbetalt i tråd med selskapets vedtekter.

I tabell 7.1 og 7.2 nedenfor gis en spesifikasjon av henholdsvis inntekt/kostnad og balanseendringer knyttet til investeringer i unotert infrastruktur.

Tabell 7.1 Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Innbetaling av renter og utbytte	747	440
Urealisert gevinst/tap ¹	6 566	-1 067
Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur før gevinst/tap valuta	7 313	-627

¹ Opptjente renter og utbytte som ikke er oppgjort er inkludert i Urealisert gevinst/tap.

Tabell 7.2 Balanseendringer unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Unotert infrastruktur per 1. januar	25 236	17 593
Netto kontantstrøm til/fra investeringer	27 955	7 614
Urealisert gevinst/tap	6 566	-1 067
Gevinst/tap valuta	471	1 096
Unotert infrastruktur, utgående balanse for perioden	60 228	25 236

Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert infrastruktur

SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i infrastruktur for fornybar energi. Netto inntekt i de underliggende infrastrukturselskapene kan bli distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte, samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av renter og utbytte fra datterselskaper til SPU.

Netto inntekt distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte er presentert i kontantstrømpoppstillingen som Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur. Kontantoverføringer i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømpoppstillingen som Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur.

En netto utbetaling fra SPU til datterselskaper vil medføre en økning i balanseført verdi av Unotert infrastruktur, mens en netto innbetaling fra datterselskaper til SPU vil medføre en reduksjon.

Tabell 7.3 spesifiserer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert infrastruktur.

Tabell 7.3 Kontantstrøm unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Innbetaling av renter fra løpende drift	457	407
Innbetaling av utbytte fra løpende drift	290	33
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur	747	440
Utbetaling til nye investeringer	-23 792	-7 541
Utbetaling til utvikling av infrastruktureiendelene	-4 601	-681
Innbetaling fra løpende drift	439	608
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur	-27 955	-7 614
Netto kontantstrøm unotert infrastruktur	-27 208	-7 174
Herav kontantstrøm fra løpende drift	1 186	1 048
Herav kontantstrøm til/fra andre aktiviteter	-28 394	-8 222

Underliggende infrastrukturetselskaper

Datterselskapene knyttet til infrastruktur har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. For ytterligere informasjon, se [note 16 Interesser i andre foretak](#).

Prinsipper for presentasjon

Følgende prinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementene i datterselskapene presentert i tabell 7.4:

Inntekter fra salg av fornybar energi innregnes på leveringstidspunktet. Netto inntekter fra salg av fornybar energi består i all hovedsak av opptjente inntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av infrastruktureiendelene.

Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg av infrastruktur for fornybar energi påløper som en engangskostnad og resultatføres etter hvert som de påløper.

Tabell 7.4 spesifiserer SPU's andel av netto inntekt generert i de underliggende infrastrukturselskapene som er grunnlaget for Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur presentert i tabell 7.1.

Tabell 7.4 Inntekt fra underliggende infrastrukturselskaper

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Netto inntekter fra salg av fornybar energi	2 582	1 661
Honorarer til ekstern forvaltning ¹	-172	-148
Driftskostnader i heleide datterselskaper ²	-41	-12
Driftskostnader i felleskontrollert virksomhet	-377	-226
Renteinntekter og -kostnader	-198	-222
Betalbar skatt	-154	-84
Netto inntekt fra løpende drift	1 641	970
Urealisert gevinst/tap³	5 879	-1 503
Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp	-207	-95
Netto inntekt underliggende infrastrukturselskaper	7 313	-627

¹ Honorarer til ekstern forvaltning er knyttet til investeringer i unoterte fond.

² Driftskostnader i heleide datterselskaper måles mot den øvre kostnadsrammen fra Finansdepartementet, se [note 12](#) for mer informasjon.

³ Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 7.1 inkluderer netto inntekt i de underliggende infrastrukturselskapene som ikke er distribuert tilbake til SPU og vil derfor ikke tilsvare Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 7.4.

Tabell 7.5 spesifiserer SPU's andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende infrastrukturselskapene som inngår i Unotert infrastruktur som presentert i tabell 7.2.

Tabell 7.5 Eiendeler og forpliktelser underliggende infrastrukturselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Infrastruktureiendeler	65 138	32 582
Ekstern gjeld	-7 848	-9 109
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	2 938	1 763
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende infrastrukturselskaper	60 228	25 236

¹ Netto andre eiendeler og forpliktelser består av kontanter og skatt samt operasjonelle fordringer og forpliktelser.

Note 8 Måling til virkelig verdi

Regnskapsprinsipp

Alle eiendeler og forpliktelser presentert som Aksjer, Obligasjoner, Unotert eiendom, Unotert infrastruktur, Finansielle derivater, Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, Innskudd i banker og Avgitt og mottatt kontantsikkerhet er målt til virkelig verdi over resultatet.

Virkelig verdi, som definert i IFRS 13 Måling av virkelig verdi, er den pris som ville blitt oppnådd ved salg av en eiendel eller betalt for å overføre en forpliktelse i en velordnet transaksjon mellom markedsdeltakere på måletidspunktet.

Innledning

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på noterte markedspriser eller observerbare markedssdata. Dersom markedet ikke er aktivt, fastsettes virkelig verdi ved bruk av verdsettelsesmetoder som gjør mest mulig bruk av relevante observerbare inndata. Måling til virkelig verdi kan være kompleks og kreve skjønnsmessige vurderinger, særlig når observerbare inndata ikke er tilgjengelig. Kontrollrammeverket i Norges Bank Investment Management adresserer verdsettelsesrisiko, som er nærmere beskrevet under Kontrollmiljø i denne noten.

Hierarkiet for virkelig verdi

Alle eiendeler og gjeldsposter som inngår i investeringsporteføljen har blitt inndelt i de tre kategoriene i hierarkiet for virkelig verdi, presentert i tabell 8.1. Inndelingen er basert på observerbarheten til inndataene som benyttes i målingen av virkelig verdi:

- Nivå 1 består av eiendeler som er verdsatt basert på noterte, ikke-justerte priser i aktive markeder. Et aktivt marked er definert som et marked der transaksjoner finner sted med tilstrekkelig hyppighet og volum til å gi løpende prisinformasjon.
- Eiendeler og gjeldsposter klassifisert som nivå 2 verdsettes ved bruk av modeller som benytter direkte eller indirekte observerbare markedssdata. Inndata anses som observerbare dersom de er basert på offentlig tilgjengelig markedssdata om faktiske hendelser eller transaksjoner.
- Eiendeler klassifisert som nivå 3 verdsettes ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata. Inndata anses som ikke-observerbar når det ikke foreligger tilgjengelig markedssdata og når inndataen blir utviklet ved hjelp av beste tilgjengelig informasjon om de forutsetningene som markedsdeltakere vil kunne benytte ved prising av eiendelen.

En oversikt over modeller og verdsettelsesmetoder, med tilhørende observerbare og ikke-observerbare inndata, kategorisert etter instrumenttype, er beskrevet under Verdsettelsesmetoder i denne noten.

Vesentlige estimer

Klassifisering i hierarkiet for virkelig verdi er basert på faste kriterier, hvorav fastsettelse av noen av kriteriene kan kreve bruk av skjønn.

Nivå 3-investeringer består av instrumenter målt til virkelig verdi, men som ikke handles eller prises i et aktivt marked. Virkelig verdi er fastsatt ved bruk av verdsettelsesmetoder som bruker modeller med betydelig bruk av ikke-observerbare inndata. Fastsettelse av forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte ved prising av eiendelen eller forpliktelsen når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig, innebærer betydelig utøvelse av skjønn.

Tabell 8.1 Investeringsporteføljen kategorisert per nivå i verdsettelseshierarkiet

	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2024
Aksjer	15 192 762	14 117 497	34 289	33 124	1 723	1 630	15 228 774	14 152 251
Statsobligasjoner	2 812 904	2 862 994	387 462	303 122	-	-	3 200 365	3 166 117
Statsrelaterte obligasjoner	441 716	415 878	70 274	75 397	1 101	1 389	513 092	492 665
Realrenteobligasjoner	282 635	245 771	59 926	58 021	-	-	342 561	303 792
Selskapsobligasjoner	1 388 752	1 277 040	24 111	25 311	1	1	1 412 864	1 302 352
Pantesikrede obligasjoner	277 233	257 841	53 028	47 157	-	-	330 261	304 996
Sum obligasjoner	5 203 240	5 059 523	594 801	509 008	1 102	1 390	5 799 143	5 569 922
Finansielle derivater (eiendeler)	68	4 051	27 522	28 843	7	10	27 597	32 904
Finansielle derivater (gjeld)	-1 187	-9 434	-25 296	-21 795	-	-	-26 483	-31 229
Sum finansielle derivater	-1 119	-5 383	2 226	7 048	7	10	1 114	1 675
Unotert eiendom	-	-	-	-	371 524	355 769	371 524	355 769
Unotert infrastruktur	-	-	-	-	60 228	25 236	60 228	25 236
Annet (eiendeler) ¹	-	-	1 466 556	1 149 591	-	-	1 466 556	1 149 591
Annet (gjeld) ²	-	-	-1 641 173	-1 499 493	-	-	-1 641 173	-1 499 493
Markedsverdi investeringsporteføljen³	20 394 882	19 171 638	456 699	199 278	434 584	384 035	21 286 167	19 754 950
Totalt eiendeler (prosent)	88,9	90,1	9,2	8,1	1,9	1,8	100,0	100,0
Totalt gjeld (prosent)	0,1	0,6	99,9	99,4	0,0	0,0	100,0	100,0
Totalt (prosent)	95,8	97,1	2,2	1,0	2,0	1,9	100,0	100,0

¹ Annet (eiendeler) består av balanselinjene Innskudd i banker, Utlån med sikkerhetsstillelse, Avgitt kontantsikkerhet, Uoppgjorte handler (eiendeler), Fordring kildeskatt og Andre eiendeler.

² Annet (gjeld) består av balanselinjene Innlån med sikkerhetsstillelse, Mottatt kontantsikkerhet, Uoppgjorte handler (gjeld) og Annen gjeld.

³ Markedsverdi investeringsporteføljen er eksklusiv Skyldig forvaltningsgodtgjøring og Utsatt skatt.

Majoriteten av den totale porteføljen er priset basert på observerbare markedspriser. Ved utgangen av 2025 var 98,0 prosent av porteføljen klassifisert som nivå 1 eller 2, som er en marginal reduksjon sammenlignet med årsslutt 2024. For ytterligere informasjon, se Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet i denne noten.

Aksjer

Målt som en andel av total verdi var tilnærmet alle aksjer (99,76 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurser fra børs og klassifisert som nivå 1 ved utgangen av 2025. En mindre andel aksjer (0,23 prosent) var klassifisert som nivå 2 ved årsslutt. Dette er hovedsakelig aksjer som verdsettes basert på priser utledet fra sammenlignbare aksjer. Andelen av aksjebeholdninger som ble verdsatt med betydelig bruk av ikke-observerbare inndata og klassifisert som nivå 3 ved årsslutt var 0,01 prosent. Dette er aksjer som ikke er notert, eller hvor børshandel er suspendert og verdien er justert ned i forhold til siste sluttkurs, basert på selskaps- eller landspesifikke forhold.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene har observerbare, bindende markedskurser i aktive markeder og 89,72 prosent av beholdningene var klassifisert som nivå 1 ved utgangen av 2025. Obligasjonsbeholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare markedskurser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner er klassifisert som nivå 2. Disse utgjorde 10,26 prosent av obligasjonsbeholdningene ved årsslutt. En ubetydelig andel av beholdningene (0,02 prosent) som ikke hadde observerbare kurser var klassifisert som nivå 3 ved årsslutt, da verdsettelsen var basert på betydelig bruk av ikke-observerbare inndata.

Unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi

Alle investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Eiendommer og direkte investeringer i unotert infrastruktur er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsettere. Investeringer i unoterte infrastrukturfond er målt i henhold til virkelig verdi rapportert av fondsforvalteren. Unntaket er nylige investeringer der kostpris eksklusive transaksjonskostnader normalt er vurdert som det beste anslaget på virkelig verdi, eller tilfeller hvor det finnes indikasjoner på at verdien fastsatt av eksterne verdsettere eller fondsforvaltere ikke gjenspeiler virkelig verdi, slik at justering av verdsettelse er berettiget.

Finansielle derivater

Noen aksjederivater (rights og warrants) og kredittbytteavtaler for indekser («CDS indices») som aktivt handles på børs, er klassifisert som nivå 1. Majoriteten av derivater er klassifisert som nivå 2, da verdsettelsen av disse er basert på standard modeller hvor det er benyttet observerbare inndata. Noen få derivater er verdsatt basert på modeller med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata og er klassifisert som nivå 3.

Andre eiendeler og forpliktelser som inngår i investeringsporteføljen er klassifisert som nivå 2.

Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet

Regnskapsprinsipp

Overføringer mellom nivåer i hierarkiet for virkelig verdi anses å inntreffe ved begynnelsen av rapporteringsperioden.

Reklassifiseringer mellom nivå 1 og nivå 2

Andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 var tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2024. Det var ingen vesentlige reklassifiseringer av aksjer mellom nivå 1 og nivå 2.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 gikk ned 1,1 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2024. Det var en netto reklassifisering fra nivå 1 til nivå 2 på 149 milliarder kroner i løpet av året. Denne besto av obligasjoner med en verdi på 222 milliarder kroner som ble reklassifisert fra nivå 1 til nivå 2, hovedsakelig grunnet redusert prisobserverbarhet, motvirket av obligasjoner med en verdi på 73 milliarder kroner som ble reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1.

Reklassifiseringer mellom nivå 2 og nivå 3

Andelen av aksjer og obligasjoner klassifisert som nivå 3 var tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2024. Det var ingen vesentlige reklassifiseringer mellom nivå 2 og nivå 3 i løpet av året.

Tabell 8.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2025	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/ tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	31.12.2025
Aksjer	1 630	43	-97	12	-156	182	-27	136	1 723
Obligasjoner	1 390	-	-	-39	34	-	-144	-139	1 102
Finansielle derivater (eiendeler)	10	7	-	-	-	-	- 10	-	7
Unotert eiendom ¹	355 769	38 899	-	-	-7	-	-	-23 137	371 524
Unotert infrastruktur ¹	25 236	27 955	-	-	6 566	-	-	471	60 228
Totalt	384 035	66 904	-97	-27	6 437	182	-181	-22 669	434 584

Beløp i millioner kroner	01.01.2024	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/ tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	31.12.2024
Aksjer	1 500	23	-33	21	-72	277	-65	-21	1 630
Obligasjoner	916	-	-105	-56	-46	535	-9	155	1 390
Finansielle derivater (eiendeler)	4	6	-	-	1	-	-1	-	10
Unotert eiendom ¹	300 541	40 244	-	-	-11 963	-	-	26 947	355 769
Unotert infrastruktur ¹	17 593	7 614	-	-	-1 067	-	-	1 096	25 236
Totalt	320 554	47 887	-138	-35	-13 147	812	-75	28 177	384 035

¹ Kjøp representerer netto kontantstrøm til investeringer i henholdsvis unotert eiendom og unotert infrastruktur slik det fremkommer i kontantstrømoppstillingen.

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 var 2,0 prosent ved utgangen av 2025, en liten økning fra 1,9 prosent ved årsslutt 2024. SPU-s samlede beholdninger i nivå 3 utgjorde 434 584 millioner kroner ved årsslutt 2025, en økning på 50 549 millioner kroner sammenlignet med årsslutt 2024. Økningen skyldes i hovedsak investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur, som i sin helhet er klassifisert som nivå 3.

Russiske aksjebeholdninger utgjorde det vesentligste av aksjebeholdninger klassifisert som nivå 3 per årsslutt 2025. Disse beholdningene hadde en verdi på 1,4 milliarder kroner ved årsslutt, sammenlignet med 1,2 milliarder kroner ved årsslutt 2024. Økningen i verdi skyldes valutagevinst.

Verdsettelsesmetoder

Norges Bank Investment Management har definert hierarkier for hvilke priskilder som skal brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indeksleverandørenes priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av priser fra andre eksterne leverandører. For aksjer og derivater som handles i aktive markeder (nivå 1) blir sluttkurs benyttet. For obligasjoner som handles i aktive markeder blir hovedsakelig kjøpskurs benyttet. Markedsaktivitet og volum overvåkes ved bruk av flere priskilder som gir tilgang til markedspriser, noterte priser og transaksjoner på måletidspunktet.

I de følgende avsnittene presenteres verdsettelsesmetodene som blir brukt for instrumenter klassifisert som nivå 2 eller 3 i verdsettelseshierarkiet. Videre beskrives de vesentligste observerbare og ikke-observerbare inndata som blir brukt i verdsettelsesmodellene.

Unotert eiendom (nivå 3)

Virkelig verdi av unotert eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 6 Unotert eiendom. Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og eksternt gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne, sertifiserte og uavhengige verdsettelsesspesialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur avhengige av fremtidsrettede skjønnsmessige forutsetninger. Dette inkluderer estimer for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidige

estimerte netto kontantstrømmer og relevante avkastningskrav. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og Unotert eiendom er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Forutsetninger som er brukt reflekterer nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner med tilsvarende beliggenhet og kvalitet når dette er tilgjengelig.

Avkastningskrav og forutsetninger knyttet til forventede fremtidige kontantstrømmer er de viktigste inndataene i verdsettelsesmodellene. Forventede fremtidige kontantstrømmer påvirkes av endringer i forutsetninger relatert til, men ikke begrenset til:

- Estimert markedsleie og vekst i markedsleie
- Endringer i leieforhold
- Inflasjonsforventning (markeds, konsumprisindeks, kostnader osv.)
- Sannsynlighet for reforhandling og mislighold leietakere, ledighetsperiode, samt drifts- og kapitalkostnader

Verdien av eiendelene er estimert ved å diskontere forventede fremtidige kontantstrømmer. Diskonteringsrentene benyttet hensyntar en rekke faktorer tilpasset hver enkelt investering, herunder eiendoms karakteristika, markedsutsikter, sammenlignbare markedstransaksjoner, samt lokale og globale økonomiske forhold. For noen investeringer, i tråd med lokal bransjestandard, benyttes kapitaliseringsmetoden, også kalt den tradisjonelle metoden. Den tradisjonelle metoden kapitaliserer netto inntekt i dag med en kapitaliseringsrente som hensyntar de samme faktorene som nevnt over for forventede fremtidige kontantstrømmer og diskonteringsrente.

Tabell 8.3 gir informasjon om de betydelige ikke-observerbare inndataene benyttet ved målingen av virkelig verdi for investeringer i unotert eiendom.

Tabell 8.3 Ikke-observerbare inndata – Unotert eiendom

Eiendomstype	Virkelig verdi i millioner kroner		Verdsettelsesmetode	Gjennomsnittlig kapitaliseringsrente/ diskonteringsrente i prosent		Gjennomsnittlig årlig markedsleie per kvadratmeter (i kroner)	
	31.12.2025	31.12.2024		31.12.2025	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2024
Kontor							
Storbritannia	35 852	31 660	Inntektskapitalisering	5,1	4,8	14 057	13 132
Europa	60 179	52 382	Diskontert kontantstrøm	5,5	5,4	8 170	7 266
USA	75 191	85 027	Diskontert kontantstrøm	8,6	8,2	8 192	8 840
Handel							
Storbritannia	32 659	19 344	Inntektskapitalisering	5,3	5,6	19 859	18 670
Europa	21 285	20 976	Diskontert kontantstrøm	5,3	5,2	23 032	21 974
Logistikk							
USA	85 018	91 031	Diskontert kontantstrøm	7,3	7,5	1 537	1 746
Europa	45 387	43 386	Inntektskapitalisering	5,7	5,5	1 239	1 153
Tokyo							
Kontor/Handel	7 526	8 124	Diskontert kontantstrøm	2,3	2,3	15 019	16 488
Annet	8 427	3 839					
Totalt	371 524	355 769					

Unotert infrastruktur for fornybar energi (nivå 3)

Virkelig verdi av unotert infrastruktur er fastsatt basert på SPUs andel av egenkapitalverdien til de underliggende infrastrukturelskapene som presentert i note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi. Investeringene er verdsatt av eksterne, uavhengige verdsettelsesspesialister ved bruk av spesialtilpassede verdsettelsesmodeller, med unntak for investeringer i unoterte infrastrukturfond som er verdsatt basert på verdien rapportert av fondsforvalteren.

Virkelig verdi måles på egenkapitalnivå, og representerer datterselskapet som regnskapsenhet i samsvar med IFRS 13. Målingen inkluderer alle økonomiske elementer i datterselskapet, inkludert eiendeler, gjeld og eventuelle justeringer for faktorer som ville påvirke egenkapitalverdien fra en markedsaktørs perspektiv.

Verdsettelsen er basert på verdsettelsesmodeller som er avhengig av fremtidsrettede skjønnsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell type eiendel, fremtidig inntektsstrøm og relevante diskonteringsrente. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og Unotert infrastruktur er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet.

Diskonteringsrente og forutsetninger knyttet til forventede fremtidige kontantstrømmer (strømpriser) er de viktigste inndataene i verdsettelsesmodellene. Prognoser på strømpriser blir levert av uavhengige leverandører av energimarkedsprognoser.

Forventede fremtidige kontantstrømmer blir neddiskontert med en diskonteringsrente i verdsettelsesmodeller. Modellene hensyntar estimater på risikopremier både for markedet generelt og for de spesifikke infrastruktureiendelene. I tillegg blir verdiene rimelighetsvurdert mot verdianslag beregnet ved bruk av markedsmultipler (faktorer fra sammenlignbare selskaper) og transaksjonsmultipler (måltall fra nylige, sammenlignbare transaksjoner) før endelig estimat på virkelig verdi fastsettes.

Aksjer (nivå 2 og nivå 3)

Aksjer verdsatt basert på modeller med observerbar inndata er klassifisert som nivå 2 i verdsettelseshierarkiet. Disse beholdningene handles ikke i aktive markeder. Verdsettelsesmodellene hensyntar flere typer observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer, siste prisnotering og volum.

Beholdninger i nivå 3 består av aksjer som ikke er notert samt aksjer som er suspendert fra handel, hvor verdsettelsesmodellene i vesentlig grad benytter ikke-observerbare inndata. For aksjer som er suspendert fra handel er verdien justert ned i forhold til siste sluttkurs fra børs basert på en vurdering av selskaps- og landspesifikke forhold. For aksjer som ikke er notert er det foretatt en justering for likviditetsrisiko. Verdsettelsesmodellene benytter ikke-observerbare inndata som historisk volatilitet, selskapets resultater og analyse av sammenlignbare selskaper og verdipapirer.

Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

Obligasjoner klassifisert som nivå 2 er verdsatt basert på observerbare inndata fra sammenlignbare utstedelser, i tillegg til direkte indikative eller bindende markedsкурser. Disse beholdningene består som regel av obligasjoner som er mindre likvide enn de klassifisert som nivå 1, det vil si hvor det ikke er aktivitetsvolum for bindende handler og et lavt aktivitetsvolum for indikative prisnoteringer på måletidspunktet.

Obligasjoner klassifisert som nivå 3 er verdsatt basert på modeller som benytter ikke-observerbare inndata som sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer og differanse mot referansekurver. Disse beholdningene inkluderer misligholdte og illikvide obligasjoner.

Finansielle derivater (nivå 2 og nivå 3)

Valutaderivater, som hovedsakelig består av valutaterminkontrakter, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som valutaterminkurser.

Rentederivater, som i all hovedsak består av rentebytteavtaler, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som renter fra handlede rentebytteavtaler.

Aksjederivater og kredittderivater er hovedsakelig verdsatt ved bruk av observerbare priser mottatt fra leverandører i henhold til prishierarkiet. I de få tilfeller et aksjederivat ikke handles, benyttes konverteringsfaktor, tegningspris og avtalt fremtidig kjøps- eller salgskurs for å verdsette instrumentene.

Sensitivitetsanalyse for nivå 3 beholdninger

Verdsettelse av nivå 3 beholdninger innebærer utøvelse av skjønn for å fastsette forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig. I sensitivitetsanalysen for nivå 3 beholdninger vises effekten av å benytte rimelige alternative forutsetninger i verdsettelsen av beholdningene.

Tabell 8.4 Ytterligere spesifikasjon nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Nøkkel-forutsetninger	Endring nøkkel-forutsetninger	Spesifikasjon nivå 3 per 31.12.2025	Sensitiviteter 31.12.2025		Endring nøkkel-forutsetninger	Spesifikasjon nivå 3 per 31.12.2024	Sensitiviteter 31.12.2024	
				Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer			Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	Justering for landspesifikke forhold Russland		1 371	-1 371	-		1 200	-1 200	-
	Justering ved suspensjon fra handel	20,0 prosent	352	-70	70	20,0 prosent	430	-86	86
			1 723	-1 441	70		1 630	-1 286	86
Obligasjoner	Sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer	10,0 prosent	1 102	-110	110	10,0 prosent	1 390	-140	140
Finansielle derivater (eiendeler)	Annet		7	-1	1		10	-3	3
Unotert eiendom	Avkastningskrav	0,25 prosentpoeng		-18 096	20 270	0,25 prosentpoeng		-16 687	18 885
	Markedsleie	2,0 prosent		-5 620	5 627	2,0 prosent		-5 657	5 662
			371 524	-23 716	25 897		355 769	-22 344	24 547
Unotert infrastruktur	Diskonteringsrente	0,25 prosentpoeng		-2 095	2 283	0,25 prosentpoeng		-1 186	1 211
	Strømprisprognose	5,0 prosent		-2 430	2 458	5,0 prosent		-707	757
			60 228	-4 525	4 741		25 236	-1 893	1 968
Totalt			434 584	-29 793	30 819		384 035	-25 666	26 744

Unotert eiendom

Endring i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen. En rekke nøkkelforutsetninger benyttes, hvor avkastningskrav og markedsleie er de forutsetningene som gir størst utslag i estimat for eiendomsverdiene.

I sensitivitetsanalysen illustreres dette ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for avkastningskrav og markedsleie. Sensitivitetsanalysen er basert på en statistisk relevant populasjon som er representativ for den unoterte eiendomsporteføljen og reflekterer både fordelaktige og ufordelaktige endringer.

Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,25 prosentpoeng og en reduksjon i markedsleie på 2 prosent vil redusere den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 23 716 millioner kroner eller 6,4 prosent (6,3 prosent ved årsslutt 2024). Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,25 prosentpoeng og en økning i markedsleie på 2 prosent øke den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 25 897 millioner kroner eller 7,0 prosent (6,9 prosent ved årsslutt 2024). Den isolerte effekten av endringer i avkastningskrav og fremtidig markedsleie er presentert i tabell 8.4

Endringer utenfor intervallene spesifisert ovenfor anses å være mindre rimelige alternative forutsetninger, men hvis utvalget av alternative forutsetninger skulle utvides, vil verdiendringene være tilnærmet lineære.

Unotert infrastruktur for fornybar energi

Sensitivitetsanalysen for unotert infrastruktur er tilpasset hver enkelt investering. En rekke nøkkelforutsetninger benyttes, hvor diskonteringsrente og fremtidige strømpriser er de forutsetningene som gir størst utslag i estimat for verdi på investeringen. I sensitivitetsanalysen illustreres dette ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for diskonteringsrente og fremtidige strømpriser.

Aksjer

Virkelig verdi av aksjer klassifisert som nivå 3 er sensitiv for om handel gjenopptas og hvordan markedene har beveget seg fra tidspunktet handelen ble stanset, samt spesifikke faktorer knyttet til landet og det enkelte selskap som handelsrestriksjoner og selskapets økonomiske situasjon.

Kontrollmiljø

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter og investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur er organisert rundt en formalisert og dokumentert verdsettelsespolicy samt retningslinjer som er støttet opp av arbeids- og kontrollprosedyrer.

Verdsettelsesmiljøet er tilpasset i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdifastsettelse. I praksis er dette gjennomført i form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger, med unntak for investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur hvor verdsettelsene gjøres kvartalsvis. Prosessene er skalerbare i forhold til markedsendringer og er basert på interne og eksterne dataløsninger.

Alle beholdninger og investeringer er som hovedregel verdsatt av eksterne, uavhengige prisleverandører. Disse er valgt på grunnlag av analyser foretatt av avdelingene som er ansvarlige for verdifastsettelsen. Prisleverandørene følges opp løpende gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkeltpapirer. For en stor andel av beholdningene er innhentede priser basert på priser som er direkte observerbare i markedet. For beholdninger hvor det ikke er tilstrekkelig likviditet til at verdsettelsen kan baseres på observerbare priser, anvendes modeller. Her benyttes det så langt som mulig observerbare datapunkter, men i noen tilfeller er det grunnet manglende likviditet benyttet ikke-observerbare datapunkter.

På daglig basis er verdifastsettelsen gjenstand for flere kontroller i verdsettelsesavdelingene. Kontrollene er basert på definerte terskler og sensitiviteter, som overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold. Ved månedsslutt for finansielle instrumenter og ved kvartalsslutt for investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur, blir det utført mer omfattende kontroller for å sikre at verdsettelsen representerer virkelig verdi i henhold til IFRS. I denne forbindelse gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter samt unoterte investeringer, det vil si investeringer hvor det vurderes at det eksisterer verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, kredittvurderingsindikatorer, spredning mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

Det utarbeides verdsettelsesnotater og rapporter ved hver kvartalsslutt som dokumenterer de utførte kontrollene og som beskriver de største kildene til usikkerhet i verdsettelsene. I forkant av fremleggelse av regnskapsrapporteringen blir dokumentasjonen gjennomgått, større prisingsspørsmål behandlet og verdifastsettelsen av porteføljen godkjent i NBIM Investeringskomité.

Note 9 Investeringsrisiko

Forvaltningsmandat for SPU

SPU forvaltes av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 3 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland fastsatt av Finansdepartementet.

SPU skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen. Finansdepartementets strategiske referanseindeks er fordelt på to aktivaklasser, aksjer og obligasjoner, med en allokering på 70 prosent til aksjer og 30 prosent til obligasjoner.

Referanseindeksen for aksjer er satt sammen etter markedsverdien for aksjene i de land som inngår i indeksen. Referanseindeksen for obligasjoner angir en fast fordeling mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner, hvor statsdelindeksen har en vekt på 70 prosent og selskapsdelindeksen har en vekt på 30 prosent. Valutafordelingen følger av disse vektingsprinsippene.

Unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi inngår ikke i fondets referanseindeks. Forvaltningsmandatet setter en maksimal allokering til unotert eiendom på 7 prosent av investeringsporteføljen. Investeringer i unotert infrastruktur kan utgjøre inntil 2 prosent av investeringsporteføljen. Fondets allokering til unotert eiendom og unotert infrastruktur er videre regulert gjennom investeringsmandatet fastsatt av Norges Banks hovedstyre. Det er opp til Norges Bank å bestemme allokeringen til unotert eiendom og unotert infrastruktur, innenfor rammer gitt i forvaltningsmandatet, og hvordan den skal finansieres.

Fondet kan ikke investere i verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner, eller fast eiendom og infrastruktur lokalisert i Norge. Fondet kan heller ikke investere i selskaper som er utelukket etter bestemmelsene i retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU.

Figur 9.1 Forvaltningsmandat for SPU



Norges Banks styringsstruktur

Hovedstyret i Norges Bank har delegert ansvaret for forvaltningen av SPU til leder for bankens område for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management.

Leder i Norges Bank Investment Management er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for blant annet risikostyring, ansvarlige investeringer og godtgjøring til ansatte i Norges Bank Investment Management. Internasjonalt anerkjente standarder legges til grunn innen verddivurdering og avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av risiko. Rapportering til hovedstyret gjøres månedlig og mer utfyllende kvartalsvis. Sentralbanksjefen og hovedstyret gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller vesentlige forhold uten opphold.

I Norges Bank Investment Management er investeringsansvaret delegert videre gjennom investeringsmandater. Ansvar for prosesser og personale er delegert gjennom stillingsbeskrivelser, mens krav til prosesser er detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Sammensetningen av ledergruppen og delegeringen av myndighet skal sikre ansvarsdeling mellom investeringsområdene, verdipapirhandel, drift, risikostyring og etterlevelse og kontroll.

Figur 9.2 Norges Banks styringsstruktur



NBIM ledergruppe investeringskomité komplementerer delegeringen blant annet ved å gi råd om styring av investeringsrisiko og investeringsuniverset til porteføljen.

Krav til intern risikorapportering er gitt av leder i Norges Bank Investment Management i stillingsbeskrivelser innenfor risikoområdet. Rapportering til leder gjøres daglig, ukentlig og månedlig. Leder skal gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller alvorlige avvik fra investeringsmandatet uten opphold.

Rammeverk for investeringsrisiko

I forvaltningsmandatet for SPU er det gitt flere rammer og begrensninger for den kombinerte aksje- og obligasjonsaktivaklassen, samt innen hver aktivaklasse. Investeringer i notert eiendom og notert infrastruktur for fornybar energi er omhandlet i investeringsmandatet med egne rammer for forvaltningen. Rammene understøtter hvordan en diversifisert eksponering mot notert eiendom og notert infrastruktur skal etableres og forvaltes.

Deling av roller og ansvar er et grunnprinsipp i utforming av prosesser i Norges Bank Investment Management. Endringer av investeringsmandater, porteføljehierarkiet og nye motparter følges opp og krever godkjenning av Chief Risk Officer (CRO), eller den CRO har bemyndiget.

Hovedstyrets prinsipper for risikostyring er videre detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Ansvar for effektive prosesser knyttet til risikostyring er delegert til CRO og Chief Corporate Governance & Compliance Officer.

Risikostyring er definert som styring av markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko og risiko relatert til miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer. De tre førstnevnte er definert som investeringsrisiko. I Norges Bank Investment Management har investeringsområdet ansvar for å styre risiko i porteføljen og i det enkelte mandat, mens risikostyringsområdene på uavhengig basis måler, styrer og rapporterer investeringsrisiko på tvers av porteføljen, på aktivaklassenivå og andre nivåer som reflekterer investeringsprosessen. For notert eiendom og notert infrastruktur er det krav til særskilte risikovurderinger i forkant av investeringer.

Tabell 9.1 Investeringsrisiko

Type	Markedsrisiko	Kredittrisiko	Motpartsrisiko
Definisjon	Risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene, eiendoms- og infrastrukturverdier	Risiko for tap som følge av at en utsteder av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser	Risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke oppfyller sine forpliktelser
Hoved-dimensjoner	Målt både absolutt og relativt til referanseindeksen - Konsentrasjonsrisiko - Volatilitet og samvariasjonsrisiko - Systematisk faktorrisiko - Likviditetsrisiko	Målt på enkeltutstedernivå og porteføljenivå - Sannsynlighet for mislighold - Tap ved mislighold - Samvariasjon mellom instrumenter og utstedere hensyntas på porteføljenivå	Målt risikoeksponering per type posisjon - Derivater inklusive valutakontrakter - Verdipapirutlån - Usikrede bankinnskudd - Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler - Primærmegler - Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid

Investeringsrisiko – markedsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer markedsrisiko som risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene, samt eiendoms- og infrastrukturverdier. Markedsrisiko for investeringsporteføljen, både absolutt og relativt til referanseindeksen, måles etter dimensjonene konsentrasjon, volatilitet og samvariasjonsrisiko, systematisk faktorrisiko og likviditetsrisiko. For unotert eiendom omfatter dette måling av andel eiendom under utvikling, utleiegrad, leietakerkonsentrasjon og geografisk konsentrasjon. For unotert infrastruktur omfatter dette blant annet eksponering mot ulike sektorer, måling av andel inntekter fra myndighetssubsidier, eksponering for konstruksjonsrisiko og geografisk konsentrasjon. Markedsrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

Investeringsrisiko – kredittrisiko

Norges Bank Investment Management definerer kredittrisiko som risiko for tap som følge av at en utsteder av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Kredittrisiko blir målt både knyttet til enkeltutstedere der risikomålet tar hensyn til sannsynlighet for mislighold og tap ved mislighold, og kredittrisiko på porteføljenivå der risikomålet tar hensyn til samvariasjon mellom instrumenter og utstedere. Kredittrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

Investeringsrisiko – motpartsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke oppfyller sine forpliktelser. Motparter er nødvendige for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittrisiko. Motpartsrisiko oppstår også ved utlån av verdipapirer og i forbindelse med forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljen samt eiendoms- og infrastrukturporteføljene. Motpartsrisiko kontrolleres og begrenses i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

Risikostyringsprosessen

Norges Bank Investment Management benytter flere målemetoder, prosesser og systemer for å kontrollere investeringsrisiko. Robuste og anerkjente risikostyringssystemer og -prosesser komplementeres av internt utviklede målemetoder og prosesser.

Markedsrisiko

Norges Bank Investment Management måler markedsrisiko både for den faktiske porteføljen og den relative markedsrisikoen for plasseringer for SPU.

Kontinuerlig overvåkning, måling og vurdering av markedsrisiko gjøres langs flere risikodimensjoner, og ved bruk av flere metoder og angrepsvinkler. Ved å kombinere forskjellige og utfyllende risikomål får man økt innsikt i risikoprofilen til plasseringene for SPU.

Konsentrasjonsrisiko

Konsentrasjonsanalyse er et supplement til statistisk risikoberegning ved å beskrive konsentrasjonen til en enkelt eksponering eller en gruppe med eksponeringer. Mer konsentrerte porteføljer har en tendens til å bidra med mindre diversifisering. Konsentrasjonen måles over ulike dimensjoner avhengig av aktivaklasse, inkludert land-, valuta-, sektor-, utsteder- og selskapseksponering.

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser, land og valutaer, som vist i tabell 9.2.

Tabell 9.2 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹				Markedsverdi per aktivaklasse i prosent		Markedsverdi per aktivaklasse i millioner kroner	
	Marked	31.12.2025	Marked	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2024
Aksjer	Utviklet	89,0	Utviklet	89,2				
	USA	53,6	USA	54,7				
	Japan	6,4	Japan	6,6				
	Storbritannia	4,8	Storbritannia	5,2				
	Tyskland	3,3	Sveits	3,2				
	Sveits	3,2	Tyskland	3,2				
	Sum andre	17,7	Sum andre	16,3				
	Fremvoksende	11,0	Fremvoksende	10,8				
	Kina	3,6	Kina	3,3				
	Taiwan	2,7	India	2,5				
	India	2,1	Taiwan	2,5				
	Sør-Afrika	0,6	Brasil	0,4				
	Brasil	0,4	Sør-Afrika	0,4				
	Sum andre	1,6	Sum andre	1,7				
Sum aksjer					71,28	71,44	15 173 080	14 112 924
Obligasjoner	Utviklet	99,8	Utviklet	100,0				
	Amerikanske dollar	53,8	Amerikanske dollar	54,4				
	Euro	27,6	Euro	27,4				
	Japanske yen	5,4	Japanske yen	5,9				
	Britisk pund	4,6	Britiske pund	4,6				
	Kanadiske dollar	4,0	Kanadiske dollar	3,8				
	Sum andre	4,4	Sum andre	4,0				
	Fremvoksende²	0,2	Fremvoksende²	0,0				
Sum obligasjoner					26,54	26,59	5 649 375	5 253 095
Unotert eiendom	USA	43,6	USA	50,0				
	Storbritannia	23,6	Storbritannia	20,1				
	Frankrike	17,4	Frankrike	14,8				
	Tyskland	5,2	Tyskland	5,0				
	Sveits	3,0	Sveits	3,0				
	Sum andre	7,2	Sum andre	7,2				
Sum unotert eiendom					1,75	1,84	372 377	363 583
Sum unotert infrastruktur					0,43	0,13	91 335	25 348
Markedsverdi investeringsporteføljen³							21 286 167	19 754 950

¹ Markedsverdi i prosent per land og valuta inkluderer derivater og kontanter. Ved årsslutt 2025 utgjør forskjellen mellom markedsverdi for aktivaklassen unotert infrastruktur og balanseført verdi 31 milliarder kroner. Dette er kontanter allokert til aktivaklassen som ennå ikke er distribuert til datterselskapene.

² Andelen av obligasjonsporteføljen i individuelle fremvoksende markeders valuta er uvesentlig.

³ Markedsverdi investeringsporteføljen er eksklusiv Skyldig forvaltningsgodtgjøring og Utsatt skatt.

Ved utgangen av 2025 var aksjeandelen i fondet 71,3 prosent, ned fra 71,4 prosent ved årsslutt 2024. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 26,5 prosent, ned fra 26,6 prosent ved årsslutt 2024. Unotert eiendom utgjorde 1,7 prosent av fondet ved årsslutt, mot 1,8 prosent ved årsslutt 2024. Unotert infrastruktur utgjorde 0,4 prosent av fondet ved årsslutt, en økning fra 0,1 prosent ved årsslutt 2024.

For aksjeinvesteringene måles konsentrasjon i porteføljen videre blant annet fordelt på sektor. Tabell 9.3 viser sektorfordelingen for aktivaklassen aksjer.

Tabell 9.3 Fordeling av aksjeinvesteringene per sektor¹, prosent

Sektor	31.12.2025	31.12.2024
Teknologi	28,5	27,9
Finans	16,9	15,9
Varige konsumvarer	13,2	14,8
Industri	12,7	13,1
Helse	9,3	10,2
Eiendom	4,2	5,1
Konsumvarer	3,8	4,8
Materialer	3,4	3,2
Telekommunikasjon	2,9	3,0
Energi	2,8	3,3
Kraft- og vannforsyning	2,4	2,4

¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

SPU har betydelige investeringer i obligasjoner utstedt av stater. Tabell 9.4 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer statsobligasjoner utstedt i egen valuta og fremmed valuta, samt realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 9.4 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2025	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2024
USA	2 010 684	USA	1 788 943
Japan	267 116	Japan	275 041
Tyskland	249 680	Tyskland	267 331
Storbritannia	201 926	Singapore	221 803
Canada	95 902	Storbritannia	174 860
Singapore	95 491	Canada	120 290
Frankrike	94 301	Frankrike	96 876
Nederland	84 137	Italia	92 413
Italia	82 936	Nederland	78 868
Spania	64 632	Spania	56 684

Porteføljen er også investert i selskaper som utsteder både aksjer og obligasjoner. Tabell 9.5 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner samt gjeld utstedt av andre underliggende selskaper er inkludert i obligasjonskolonnen.

Tabell 9.5 Største beholdninger utenom stat, både aksjer og obligasjoner

Beløp i millioner kroner, 31.12.2025	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
NVIDIA Corp	Teknologi	573 855	2 725	576 580
Apple Inc	Teknologi	496 547	3 081	499 628
Microsoft Corp	Teknologi	458 595	661	459 256
Alphabet Inc	Teknologi	439 314	8 099	447 413
Amazon.com Inc	Varige konsumvarer	307 904	5 844	313 748
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Teknologi	228 828	-	228 828
Broadcom Inc	Teknologi	215 637	4 308	219 945
Meta Platforms Inc	Teknologi	195 643	11 257	206 901
Tesla Inc	Varige konsumvarer	161 449	-	161 449
JPMorgan Chase & Co	Finans	113 138	22 882	136 020

Beløp i millioner kroner, 31.12.2024	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	524 828	3 729	528 557
Microsoft Corp	Teknologi	496 984	1 152	498 136
NVIDIA Corp	Teknologi	488 070	3 949	492 019
Alphabet Inc	Teknologi	332 449	2 224	334 672
Amazon.com Inc	Varige konsumvarer	306 414	6 372	312 786
Meta Platforms Inc	Teknologi	224 314	9 466	233 780
Broadcom Inc	Teknologi	189 808	3 768	193 575
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Teknologi	174 541	-	174 541
Tesla Inc	Varige konsumvarer	161 402	-	161 402
JPMorgan Chase & Co	Finans	92 806	32 365	125 172

Tabell 9.6 viser sektorfordelingen for aktivaklassen unotert eiendom.

Tabell 9.6 Fordeling av unoterte eiendomsinvesteringer per sektor, prosent

Sektor	31.12.2025	31.12.2024
Kontor	47,5	48,0
Logistikk	35,0	37,0
Handel	15,6	12,6
Annet	1,8	2,4
Totalt	100,0	100,0

Volatilitet og samvariasjonsrisiko

Norges Bank Investment Management benytter modeller for å kvantifisere risiko for svingninger i verdi knyttet til hele eller deler av porteføljen. Volatilitet er et standard risikomål basert på det statistiske målet standardavvik, som hensyntar samvariasjon mellom porteføljens ulike investeringer. Forventet volatilitet er definert som ett standardavvik. Risikomålet gir et estimat på hvor mye man kan forvente at dagens portefølje verdi svinger i løpet av et år basert på markedsforhold over de siste tre årene. I to av tre år forventes porteføljens avkastning å ligge innenfor den negative og positive verdien til måltallet. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens absolutte eller relative risiko. Norges Bank Investment Management benytter samme modell både for porteføljerisiko og relativ volatilitet.

Alle fondets investeringer er inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks bestående av globale aksje- og verdipapirindekser.

Modellering av unoterte investeringer er utfordrende på grunn av få eller ingen historiske priser. For investeringer i unotert eiendom kartlegges eksponeringen til en gruppe relevante risikofaktorer i modellrammeverket til MSCI sin Barra Private Real Estate 2 (PRE2) modell. Disse bestemmes av nøkkelattributter som beliggenhet og eiendomstype. Modellen bruker tidsserier for verditakster og faktiske transaksjoner som utgangspunkt, men inkluderer også noterte eiendomsaksjer for å etablere representative tidsserier med daglig frekvens. For investeringer i unotert infrastruktur tas det utgangspunkt i en kombinasjon av tidsserier tilgjengelige i eksisterende rammeverk for børsnoterte markeder. Eksponeringer mot generiske noterte risikofaktorer kartlegges for hvert prosjekt basert på attributter som andel av kontraktspriser, prosjektlevetid, fase av prosjektet, sektor, land og kvaliteten på motparter.

MSCI sin risikomodell bruker så de kartlagte faktorene for unoterte investeringer på samme måte som ordinære aksje- og renterisikofaktorer for å beregne forventet absolutt og relativ volatilitet, samt forventet ekstremavviksrisiko for fondets investeringer.

Beregning av forventet volatilitet

Forventet volatilitet til porteføljen, og relativ til dens referanseindeks, estimeres ved bruk av en parametrisk beregningsmetode basert på dagens investeringer. Modellen vekter ukentlige avkastningsdata likt over en estimeringsperiode på tre år.

Tabell 9.7 og 9.8 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Tabell 9.7 Porteføljerisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2025	Min 2025	Maks 2025	Snitt 2025	31.12.2024	Min 2024	Maks 2024	Snitt 2024
Porteføljen	10,9	10,5	11,5	11,2	11,2	10,2	11,3	10,8
Aksjer	13,2	12,7	13,9	13,5	13,9	12,4	14,0	13,1
Obligasjoner	10,1	10,1	11,2	10,5	10,7	10,7	11,1	10,9
Unotert eiendom	13,7	13,6	14,1	13,9	13,8	12,7	13,9	13,1
Unotert infrastruktur	11,3	9,8	25,7	13,0	23,9	23,9	54,0	39,6

Tabell 9.8 Relativ risiko målt mot referanseindeksene til fondet, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2025	Min 2025	Maks 2025	Snitt 2025	31.12.2024	Min 2024	Maks 2024	Snitt 2024
Porteføljen	37	37	45	42	44	34	44	37

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 10,9 prosent, eller om lag 2 300 milliarder kroner, ved utgangen av 2025, ned fra 11,2 prosent ved årsslutt 2024. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 13,2 prosent ved årsslutt, ned fra 13,9 prosent ved utgangen av 2024, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 10,1 prosent, mot 10,7 prosent ved årsslutt 2024.

Forvaltningsmandatet angir at forventet relativ volatilitet for fondet ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Fondets forventede relative volatilitet var 37 basispunkter ved utgangen av 2025, ned fra 44 basispunkter ved årsslutt 2024. Nedgangen i fondets forventede relative volatilitet i 2025 skyldes hovedsakelig redusert forventet relativ volatilitet i aksjeinvesteringene.

I tillegg til bruk av nevnte modell, brukes andre risikomodeller som i større grad hensyntar den siste tids markedsdynamikk og modeller som måler halerisiko.

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisikomål som måler forventet tap i ekstreme markedssituasjoner. Målet beregnes ved hjelp av historiske simuleringer. Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen målt mot referanseindeksen ikke overstiger 3,75 prosentpoeng. Ekstremavviksrisikoen blir målt og fulgt opp basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Ved utgangen av 2025 var ekstremavviksrisikoen 1,01 prosentpoeng, sammenlignet med 1,18 prosentpoeng ved årsslutt 2024.

Beregning av forventet ekstremavviksrisiko

Forventet ekstremavviksrisiko for porteføljen målt mot dens referanseindeks estimeres ved historiske simuleringer basert på dagens investeringer. Modellen vekter ukentlige avkastninger likt over en periode fra og med januar 2007 til utløpet av siste regnskapsperiode, for at måltallet skal kunne fange opp ekstreme markedsbevegelser. Forventet ekstremavviksrisiko beregnes som gjennomsnittet av tap utover 97,5-persentilen, det vil si det forventede tapet når utfallet tilhører de verste 2,5 prosent av ukentlige avkastninger.

Styrker og svakheter

Styrken ved denne typen risikomodeller er at man kan estimere risiko knyttet til en portefølje på tvers av forskjellige aktivaklasser, markeder, valutaer, verdipapirbeholdninger og derivater, og uttrykke risikoen gjennom ett enkelt tall som hensyntar samvariasjon mellom de forskjellige aktivaklassene, verdipapirene og risikofaktorene, samt fange opp avvik fra normalfordeling.

De modellbaserte risikoestimatene bruker historiske sammenhenger i markedene og er forventet å ha gode prognoseevner i markeder uten nevneverdige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Estimatene er mindre pålitelige i perioder med vesentlige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Beregnet volatilitet gir et punktestimat på risiko, og sier lite om den samlede risikoprofilen og eventuell halerisiko. Annualisering innebærer at det antas at volatilitet og porteføljesammensetning er konstant over tid. For å veie opp for disse svakhetene benyttes komplementære modeller og metoder, som stresstester, og analyse av konsentrasjonsrisiko og realisert avkastning.

Etterprøving av modeller

Risikomodeller brukt til å estimere og kontrollere investeringsrisiko blir jevnlig vurdert og etterprøvd for evne til å estimere risiko. Investeringsporteføljen og investeringsuniversets spesielle karakteristikk, samt SPUs lange investeringshorisont blir hensyntatt i vurderingene av modellene.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at utstedere av renteinstrumenter ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Renteinstrumenter i porteføljens referanseindeks er alle kredittvurdert til å inneha lav kredittrisiko av ett av de store kredittvurderingsbyråene. Investeringer i obligasjoner gjøres basert på egne vurderinger med hensyn til forventet avkastning og risikoprofil.

Tabell 9.9 Obligasjonsporteføljen fordelt etter ekstern kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2025	AAA	AA	A	BBB	BB+ og lavere	Totalt
Statsobligasjoner	576 052	2 040 965	451 447	89 207	28 986	3 186 656
Statsrelaterte obligasjoner	246 443	194 223	46 408	22 117	3 900	513 092
Realrenteobligasjoner	63 886	224 239	27 216	26 483	738	342 561
Selskapsobligasjoner	5 168	98 910	669 435	615 070	24 281	1 412 864
Pantesikrede obligasjoner	302 672	24 826	2 763	-	-	330 261
Sum obligasjoner¹	1 194 221	2 583 164	1 197 267	752 876	57 905	5 785 434

Beløp i millioner kroner, 31.12.2024	AAA	AA	A	BBB	BB+ og lavere	Totalt
Statsobligasjoner	729 896	1 925 725	345 833	128 129	35 051	3 164 634
Statsrelaterte obligasjoner	266 286	168 844	33 055	22 088	2 392	492 665
Realrenteobligasjoner	52 249	216 988	16 470	18 084	-	303 792
Selskapsobligasjoner	10 371	93 141	614 581	565 884	18 375	1 302 352
Pantesikrede obligasjoner	270 150	32 744	2 102	-	-	304 996
Sum obligasjoner¹	1 328 952	2 437 443	1 012 041	734 185	55 818	5 568 439

¹ Ved årsslutt 2025 var obligasjoner mottatt som sikkerhet med en verdi på 13,7 milliarder kroner solgt. Ved årsslutt 2024 var 1,5 milliarder kroner solgt. Disse obligasjonene er presentert i balansen som en forpliktelse under Innlån med sikkerhetsstillelse.

Markedsverdien av obligasjonsporteføljen økte til 5 785 milliarder kroner ved årsslutt 2025, fra 5 568 milliarder kroner ved utgangen av 2024. Andelen av investeringer i selskapsobligasjoner økte med 1,0 prosentpoeng i løpet av året, til 24,4 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2025. Statsobligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner, utgjorde 61,0 prosent av obligasjonsporteføljen ved årsslutt, en reduksjon på 1,3 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2024.

Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering AAA ble redusert med 3,3 prosentpoeng i løpet av året til 20,6 prosent ved årsslutt 2025. Nedgangen skyldes hovedsakelig at beholdningen av singaporske statspapirer ble redusert i perioden. Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering A økte med 2,5 prosentpoeng i løpet av året, noe som hovedsakelig skyldes nedgradering av franske statspapirer til A fra AA. Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering BBB ble redusert med 0,2 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2024, til 13,0 prosent ved årsslutt 2025.

Andelen av obligasjonsporteføljen i kategorien BB+ og lavere var 1,0 prosent ved utgangen av 2025, uendret fra årsslutt 2024. Den største beholdningen av obligasjoner i denne kategorien var statsobligasjoner utstedt av Sør-Afrika. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 7,1 millioner kroner ved årsslutt 2025, sammenlignet med 13,8 millioner kroner ved årsslutt 2024. Misligholdte obligasjoner er gruppert under BB+ og lavere.

Tabell 9.10 Obligasjonsporteføljen fordelt på ekstern kredittvurdering og valuta, i prosent

31.12.2025	AAA	AA	A	BBB	BB+ og lavere	Totalt
Amerikanske dollar	0,6	36,5	7,4	7,0	0,3	51,7
Euro	12,0	2,3	7,3	4,5	0,2	26,2
Britiske pund	0,1	3,6	0,5	0,6	-	4,8
Japanske yen	-	-	4,6	0,0	-	4,7
Kanadiske dollar	2,6	1,0	0,4	0,4	-	4,3
Andre valutaer	5,4	1,3	0,5	0,6	0,5	8,2
Totalt	20,6	44,6	20,7	13,0	1,0	100,0

31.12.2024	AAA	AA	A	BBB	BB+ og lavere	Totalt
Amerikanske dollar	0,9	34,0	7,6	6,8	0,2	49,4
Euro	12,3	4,6	4,5	4,5	0,1	26,0
Japanske yen	-	-	5,0	0,0	-	5,0
Kanadiske dollar	3,3	0,9	0,5	0,3	-	5,0
Britiske pund	0,1	3,2	0,4	0,5	-	4,4
Andre valutaer	7,3	1,2	0,2	1,0	0,6	10,2
Totalt	23,9	43,8	18,2	13,2	1,0	100,0

Ved årsslutt 2025 var det investert i kjøpt kredittbytteavtaler med nominell verdi 209,3 milliarder kroner, en økning fra 173,8 milliarder kroner ved årsslutt 2024. 15,0 prosent av disse var gjort i kategorien hvor underliggende utstedere har en lav kredittvurdering. Det var ikke solgt kredittbytteavtaler ved årsslutt 2025. Se tabell 5.3 i note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater for ytterligere informasjon. Ved investering i kjøpt kredittbytteavtaler reduseres kredittrisikoen i obligasjonsporteføljen når det er investert i de samme underliggende obligasjonene i porteføljen som i kredittbytteavtalene. Ved årsslutt 2025 ble kredittrisikoeksponeringen redusert med 100,6 milliarder kroner som følge av kjøpt kredittbytteavtaler, sammenlignet med en reduksjon på 79,5 milliarder kroner ved årsslutt 2024.

I tillegg til kredittvurderinger fra kredittvurderingsbyråer, komplementeres måling av kredittrisiko med to kredittrisikomodeller, hvorav den ene er basert på kredittvurderinger og den andre er basert på observerbare kredittpåslag. Begge disse metodene tar også hensyn til samvariasjon og forventet verdi av obligasjonene i en konkurssituasjon. Modellene hensyntar også kredittbytteavtaler og disse reduserer eller øker kredittrisikoen basert på om det er kjøpt eller solgt kredittrisiko. Modellene benyttes til risikomåling og overvåking av kredittrisiko i renteporteføljen. Obligasjonsporteføljens kredittkvalitet var totalt sett uendret fra utgangen av 2024 til utgangen av 2025.

Motpartsrisiko

Motparter er nødvendige for å handle i markedene og for å sikre effektiv styring av likviditets-, markeds- og kredittrisiko. Motpartsrisikoeksponering er knyttet til handel i derivater og valutakontrakter, verdipapirutlån og gjenkjøps- og gjensalgssavtaler. Motpartsrisiko oppstår også i forbindelse med usikrede bankinnskudd og i forbindelse med den daglige likviditetsstyringen i fondet, samt kjøp og salg av unotert eiendom og unotert infrastruktur. Det er videre eksponering for motpartsrisiko knyttet til motparter i de internasjonale oppgjørs- og depotsystemene der transaksjoner gjøres opp. Dette kan forekomme både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Oppgjørsrisiko og eksponering fra handler med lang oppgjørstid defineres også som motpartsrisiko.

Flere motparter benyttes for å redusere konsentrasjon og det er satt strenge krav til motpartenes kredittkvalitet. Krav til kredittverdighet er generelt høyere for motparter til usikrede bankinnskudd enn der det stilles sikkerhet. Endringer i motparters kredittkvalitet følges opp løpende.

For å redusere motpartsrisiko benyttes motregningsavtaler for handler i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter samt gjenkjøps- og gjensalgssavtaler. Mange derivater er i tillegg avregnet, slik at motpartsrisikoen hovedsakelig er mot sentral motpart i stedet for mot banker. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten. For instrumenter hvor det stilles sikkerhet er det satt minimumskrav, blant annet til sikkerhetens kredittkvalitet, løpetid og konsentrasjon. Avtaler om motregning og sikkerhetsstillelse er inngått for samtlige motparter godkjent for denne type handler.

Det blir også stilt krav til hvordan eiendoms- og infrastrukturtransaksjoner skal gjennomføres slik at motpartsrisikoen er akseptabel. Motpartsrisikoen som oppstår i kjøpsprosessen, blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres og krever godkjennelse av CRO. For 2025 ble 16 eiendomstransaksjoner analysert og godkjent av CRO gjennom denne prosessen sammenlignet med 14 transaksjoner i 2024. For 2025 ble 6 investeringer i unotert infrastruktur analysert og godkjent av CRO gjennom denne prosessen, sammenlignet med 4 i 2024.

Motpartsrisiko begrenses også ved at det er satt rammer for eksponering mot enkeltmotparter. Størrelsen på rammen er i de fleste tilfeller bestemt av motpartens kredittkvalitet, hvor motparter med svært god kredittkvalitet har høyere ramme enn motparter med svakere kredittkvalitet. Eksponering per motpart blir målt på daglig basis mot fastsatte rammer satt av hovedstyret og leder av Norges Bank Investment Management.

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko er i henhold til internasjonalt anerkjente standarder. I all hovedsak er det Baselregelverket for banker som er benyttet for måling av motpartsrisiko, med noen tilpasninger basert på interne analyser. Risikomodellen beregner forventet motpartseksponering ved konkurs for en motpart. For derivater og valutakontrakter benyttes standardmetoden i Baselregelverket (SA-CCR). Standardmetoden hensyntar mottatte sikkerheter og motregning ved beregning av motpartsrisiko.

For gjenkjøpsavtaler, verdipapirutlån gjennom ekstern agent og verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel, benyttes en metode der det legges til et påslag på markedsverdi for å ta hensyn til volatiliteten i posisjonene. For disse posisjonene er det også justert for motregning og faktisk mottatt og stilt sikkerhet i beregning av motpartsrisikoeksponering. Det er også motpartsrisiko i forbindelse med investeringsstrategier for aksjer fasilitert av primærmegler.

Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres oppgjørsrisikoen. I enkelte valutaer er Norges Bank utsatt for oppgjørsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell 9.11 inngår denne eksponeringen på linjen Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid.

Total motpartsrisikoeksponering økte til 310,3 milliarder kroner ved utgangen av 2025 fra 296,7 milliarder kroner ved utgangen av 2024. Den største økningen i motpartsrisikoeksponering kom fra verdipapirutlån, mens det var en nedgang i motpartsrisikoeksponeringen fra derivater inklusive valutakontrakter. Derivater inklusive valutakontrakter utgjorde 43,4 prosent av den totale motpartsrisikoen ved utgangen av året, og ble redusert med 17,3 milliarder kroner sammenlignet med utgangen av 2024. Reduksjonen skyldes lavere risikoeksponering fra både valutakontrakter og derivater gjennom året.

Motpartsrisikoeksponeringen fra verdipapirutlånsprogrammet økte til 120,8 milliarder kroner ved utgangen av 2025, fra 105,9 milliarder kroner ved utgangen av 2024. Økningen skyldes i hovedsak økte aksjeutlån i programmet ved årsslutt 2025. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 38,9 prosent av den totale motpartsrisikoeksponeringen til fondet ved utgangen av 2025, sammenlignet med 35,7 prosent ved utgangen av 2024.

I tabell 9.11 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet/instrumenttype forbundet med motpartsrisiko.

Tabell 9.11 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	31.12.2025	31.12.2024
Derivater inklusive valutakontrakter	134 734	152 047
Verdipapirutlån	120 786	105 908
Usikrede bankinnskudd ¹	29 176	23 518
Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler	11 754	14 316
Primærmegler	6 409	554
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	7 443	344
Totalt	310 301	296 687

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra eksterne kredittvurderingsbyråer eller en dokumentert intern kredittvurdering. Kredittvurderingen for motparter overvåkes og komplementeres av alternative kredittrisikoinndikatorer.

Tabell 9.12 viser godkjente motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori. Tabellen inkluderer også meglerhus som brukes ved kjøp og salg av verdipapirer.

Tabell 9.12 Motparter fordelt på kredittvurdering¹

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2024
AAA	3	3	1	1
AA	45	43	45	45
A	71	64	91	88
BBB	10	9	36	34
BB	2	2	28	25
B	-	-	4	5
Totalt	131	121	205	198

¹ Tabellen viser antall juridiske enheter. Samme juridiske enhet kan inngå både i gruppen meglerhus og motparter.

Antall motparter og meglerhus totalt sett økte noe gjennom året. Det var 131 motparter ved årsslutt 2025 mot 121 ved årsslutt 2024. Antall meglerhus økte til 205 ved årsslutt 2025 fra 198 ved årsslutt 2024. Kredittkvaliteten på motparter og meglerhus ved utgangen av 2025 er totalt sett uendret i forhold til årsslutt 2024.

Belåning

Belåning kan benyttes for å sikre effektiv forvaltning av investeringene innenfor aksje- og obligasjonsporteføljene, men ikke med sikte på å øke den økonomiske eksponeringen mot risikable aktiva. Bruken er her regulert både i forvaltningsmandatet og i investeringsmandatet. Belåning er forskjellen mellom total netto eksponering og markedsverdi for porteføljen. Netto eksponering fastsettes ved at verdipapirer inngår med markedsverdi, kontanter til pålydende og posisjoner i finansielle derivater ved at de konverteres til eksponering mot underliggende risikable aktiva. Når eksponeringen er større enn porteføljens markedsverdi er porteføljen belånt.

SPUs belåning var 0,1 prosent for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2025, sammenlignet med 1,2 prosent ved utgangen av 2024. For investeringer i unotert eiendom er det satt begrensning i investeringsmandatet om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 25 prosent. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en gjeldsgrad på 9,3 prosent ved utgangen av 2025, sammenlignet med 8,0 prosent ved utgangen av 2024. For investeringer i unotert infrastruktur er det satt begrensning om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 60 prosent. De unoterte infrastrukturinvesteringene hadde en gjeldsgrad på 12,9 prosent ved utgangen av 2025, mot en belåning på 29,4 prosent ved utgangen av 2024.

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner utgjorde 48,7 milliarder kroner ved slutten av 2025.

Note 10 Skatt

Regnskapsprinsipp

SPUs investeringsinntekter og gevinster er unntatt skatteplikt i Norge, men kan være skattepliktig i utenlandske markeder.

Skattekostnad i resultatregnskapet omfatter inntektsskatt som ikke blir refundert gjennom lokale skattelover eller skatteavtaler, og består av skatt på utbytte, renteinntekter og gevinster relatert til SPUs investeringer i aksjer og obligasjoner, skatt på honorar mottatt for utlån med sikkerhetsstillelse, samt skatt i konsoliderte datterselskaper. Denne skatten blir i hovedsak krevd inn ved kilden.

Kildeskatt, etter fratrekk for refunderbart beløp, innregnes samtidig som det relaterte utbyttet eller renteinntekten. Se regnskapsprinsipp i note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater.

Annen inntektsskatt, som ikke kreves inn ved kilden, innregnes i resultatregnskapet samtidig som den relaterte inntekten eller gevinsten. Betalbar skatt innregnes som en forpliktelse i balansen under Annen gjeld, frem til den blir oppgjort. Utsatt skatt i balansen omfatter i all hovedsak gevinstbeskatning. Gevinstbeskatning innregnes som en forpliktelse med utgangspunkt i forventet fremtidig betaling når SPU er i gevinstposisjon i det aktuelle markedet. Det balanseføres ikke utsatt skattefordel når SPU er i tapsposisjon da innregningskriteriene ikke anses som oppfylt.

Skatt som påløper i datterselskaper inkludert i balanselinjene Unotert eiendom og Unotert infrastruktur, innregnes i resultatregnskapet som henholdsvis Inntekt/kostnad fra unotert eiendom og Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur. Det er kun skattekostnad i konsoliderte datterselskaper som inngår i resultatlinjen Skattekostnad. Dette er spesifisert i tabell 10.1 i linjen Annet.

Alle usikre skatteposisjoner, som for eksempel omstridte refusjonsbeløp av kildeskatt, blir vurdert hver rapporteringsperiode. Beste estimat på sannsynlig refusjon eller betaling blir innregnet i balansen.

Tabell 10.1 viser skattekostnaden fordelt på type investering og type skatt.

Tabell 10.1 Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner, 2025	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt på utbytte, renter og honorar	Gevinstbeskatning	Annet	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	2 115 405	-8 846	-2 070	-	-10 916	2 104 489
Obligasjoner	243 405	-5	-39	-	-44	243 361
Utlån med sikkerhetsstillelse	20 801	-187	-	-	-187	20 614
Annet	-	-	-	-10	-10	-
Skattekostnad¹		-9 038	-2 109	-10	-11 157	

¹ Regler om global minimumsbeskatning (pilar 2) har ingen økonomisk effekt for SPU og skattekostnaden for perioden omfattet ingen pilar 2-inntektsskatter.

Beløp i millioner kroner, 2024	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt på utbytte, renter og honorar	Gevinstbeskatning	Annet	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	2 454 653	-8 522	-8 393	-	-16 915	2 437 738
Obligasjoner	70 889	-36	-4	-	-40	70 849
Utlån med sikkerhetsstillelse	21 622	-246	-	-	-246	21 376
Annet	-	-	-	-10	-10	-
Skattekostnad¹		-8 804	-8 397	-10	-17 211	

¹ Regler om global minimumsbeskatning (pilar 2) har ingen økonomisk effekt for SPU og skattekostnaden for perioden omfattet ingen pilar 2 inntektsskatter.

Tabell 10.2 viser fordringer og forpliktelser knyttet til inntektsskatt som er innregnet i balansen.

Tabell 10.2 Spesifikasjon balanseposter knyttet til skatt

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Fordring kildeskatt	11 594	17 938
Betalbar skatt ¹	30	40
Utsatt skatt	10 744	13 170

¹ Inkludert i balanselinjen Annen gjeld.

Tabell 10.3 spesifiserer linjen Netto utbetaling av skatt i kontantstrømoppstillingen.

Tabell 10.3 Spesifikasjon netto utbetaling av skatt

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Innbetaling av refundert kildeskatt	14 512	8 494
Utbetaling av skatt	-20 086	-29 204
Netto utbetaling av skatt	-5 574	-20 710

Note 11 Gevinst/tap valuta

I tråd med forvaltningsmandatet er fondet ikke investert i verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner eller fast eiendom eller infrastruktur lokalisert i Norge. Fondets avkastning måles primært i fondets valutakurv som er en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner. Fondets markedsverdi i norske kroner påvirkes av endringer i valutakurser, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Skjønnsmessig vurdering

SPUs funksjonelle valuta er norske kroner. Eiers kapital, i form av SPUs kronekonto, er denominert i norske kroner og investeringsporteføljens beløpsmessige avkastning rapporteres internt og til eier i norske kroner. Prosentvis avkastning for investeringsporteføljen rapporteres både i norske kroner og i valutakurven som følger av forvaltningsmandatet. Videre er det innen kapitalforvaltningen ikke én investeringsvaluta som utpeker seg som dominerende.

Regnskapsprinsippr

Valutakursen på transaksjonstidspunktet benyttes ved regnskapsføring av transaksjoner i utenlandsk valuta. Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta omregnes til norske kroner med valutakurser på balansedagen. I resultatregnskapet er valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte gevinster og tap på eiendeler og gjeld skilt ut og presentert på en egen linje, Gevinst/tap valuta. En slik presentasjon anses å gi størst informasjonsverdi basert på at formålet med investeringsstrategien til SPU er å maksimere den internasjonale kjøpekraften til fondet.

Regnskapsprinsippr

Gevinst og tap på finansielle instrumenter skyldes endringer i instrumentets kurs (verdipapirelement) og endringer i valutakurser (valutaelement). Disse presenteres separat i resultatregnskapet. Metoden for å fordele total gevinst/tap i norske kroner til et verdipapirelement og et valutaelement, er beskrevet nedenfor.

Valutaelement

Urealisert gevinst/tap som skyldes endringer i valutakurs beregnes basert på beholdningens opprinnelige kostpris i utenlandsk valuta og endringen i valutakurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen. Dersom beholdningen er anskaffet i en tidligere periode, vil gevinst/tap resultatført i tidligere perioder trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap. Ved realisasjon benyttes valutakurs på salgstidspunktet for beregning av realisert gevinst/tap.

Verdipapirelement

Urealisert gevinst/tap som skyldes endringer i instrumentets kurs beregnes basert på endring i instrumentets kurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen og balansedagens valutakurs. Dersom beholdningen er anskaffet i en tidligere periode, vil gevinst/tap resultatført i tidligere perioder trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap. Ved realisasjon benyttes prisen beholdningen ble solgt til for beregning av realisert gevinst/tap.

Endringen i fondets markedsverdi som skyldes endringer i valutakurser er presentert i tabell 11.1.

Tabell 11.1 Spesifikasjon gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	-883 982	758 950
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	21 126	119 705
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	-40 526	81 057
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	-103 818	3 936
Gevinst/tap valuta - CHF/NOK	6 027	13 967
Gevinst/tap valuta - andre	-154 124	94 593
Gevinst/tap valuta	-1 155 299	1 072 207

Tabell 11.2 gir en oversikt over verdien av investeringsporteføljen fordelt på de viktigste valutaene SPU er eksponert mot. Dette supplerer oversikten over fordeling per aktivaklasse, land og valuta i tabell 9.2 i note 9 Investeringsrisiko.

Tabell 11.2 Spesifikasjon av investeringsporteføljen per valuta

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Amerikanske dollar	11 059 763	10 632 003
Euro	3 589 013	3 168 468
Britiske pund	1 343 999	1 212 905
Japanske yen	1 139 206	1 098 646
Sveitsiske franc	723 685	637 326
Andre valutaer	3 430 501	3 005 601
Markedsverdi investeringsporteføljen	21 286 167	19 754 950

Tabell 11.3 gir en oversikt over balansedagens valutakurser for de viktigste valutaene SPU er eksponert mot.

Tabell 11.3 Valutakurser

	31.12.2025	31.12.2024	Prosent endring
Amerikanske dollar	10,09	11,36	-11
Euro	11,85	11,76	1
Britiske pund	13,57	14,22	-5
Japanske yen	0,06	0,07	-11
Sveitsiske franc	12,73	12,53	2

Note 12 Forvaltningskostnader

Regnskapsprinsipp

Forvaltningsgodtgjøringen belastes resultatregnskapet til SPU som en kostnad etter hvert som den påløper.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er basert på oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks over tid. Avsetning for avkastningsavhengige honorarer er basert på beste estimat på påløpte honorarer som skal utbetales. Virkningen av estimatendringer resultatføres i inneværende regnskapsperiode.

Forvaltningskostnader omfatter alle kostnader ved forvaltning av investeringsporteføljen. Disse påløper i hovedsak i Norges Bank, men det påløper også forvaltningskostnader i datterselskaper av Norges Bank som utelukkende er etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi.

Forvaltningskostnader i Norges Bank

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarer faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultat for SPU på linjen Forvaltningsgodtgjøring. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 12.1.

Tabell 12.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2025		2024	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader ¹	2 476		2 218	
Kostnader til depot	447		483	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	858		815	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	287		255	
Øvrige kostnader	274		282	
Fordelte kostnader Norges Bank	257		241	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	1 756		1 554	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	6 355	3,2	5 848	3,3
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	1 182		1 543	
Forvaltningsgodtgjøring	7 537	3,8	7 390	4,1

¹ Kostnadene er økt med 235 millioner kroner i 2025 grunnet en regnskapsmessig overgangseffekt knyttet til endret praksis for utbetaling av prestasjonsbasert lønn, som medfører endret periodisering.

Forvaltningskostnader i datterselskaper

Forvaltningskostnader som påløper i heleide datterselskaper består av kostnader knyttet til forvaltningen av fondets investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Disse kostnadene blir belastet porteføljeresultatet direkte og er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen.

Forvaltningskostnader som påløper i ikke-konsoliderte datterselskaper inngår i linjene Inntekt/kostnad fra unotert eiendom og Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur i resultatregnskapet. Forvaltningskostnader påløpt i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet under Annen inntekt/kostnad. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 12.2.

Tabell 12.2 Forvaltningskostnader datterselskaper

Beløp i millioner kroner	2025		2024	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	48		35	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	7		6	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	90		59	
Øvrige kostnader	99		49	
Sum forvaltningskostnader datterselskaper¹	244	0,1	149	0,1
Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper	157		88	
Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper	87		61	

¹ Beløpet for 2025 består av 203 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert eiendom og 41 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. I 2024 var 137 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert eiendom og 12 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor den fastsatte rammen. Norges Bank godtgjøres i tillegg for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Disse kostnadene er holdt utenfor den øvre rammen.

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, var for 2025 begrenset til 8 100 millioner kroner. For 2024 var rammen 7 100 millioner kroner.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjorde 6 600 millioner kroner i 2025. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 6 355 millioner kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 244 millioner kroner. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 7 781 millioner kroner i 2025.

Kostnader målt som andel av forvaltet kapital

Kostnader måles også i basispunkter, som andel av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. Gjennomsnittlig kapital under forvaltning er beregnet basert på markedsverdien til investeringsporteføljen i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret.

I 2025 tilsvarte summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 3,3 basispunkter av forvaltet kapital. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, tilsvarte 3,9 basispunkter av forvaltet kapital.

Andre driftskostnader i datterselskaper

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 12.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper knyttet til blant annet løpende vedlikehold, drift og utvikling av investeringene. Disse kostnadene er ikke kostnader ved å investere i eiendom eller infrastruktur for fornybar energi, men kostnader ved å drifte de underliggende investeringene etter at de er kjøpt. De er derfor ikke definert som forvaltningskostnader. Disse kostnadene blir belastet porteføljerisikotilveksten direkte og er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. De inngår heller ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsrammen.

Andre driftskostnader som påløper i ikke-konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som Inntekt/kostnad fra unotert eiendom og Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur. Se tabell 6.4 i note 6 Unotert eiendom og tabell 7.4 i note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi for ytterligere informasjon. Andre kostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som Annen inntekt/kostnad.

Note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse er transaksjoner hvor SPU overfører eller mottar verdipapirer eller kontanter til/fra en motpart, med sikkerhetsstillelse i andre verdipapirer eller kontanter. Transaksjoner er gjennomført under forskjellige avtaler som verdipapirutlånsavtaler, gjensalg- og gjenkjøpsavtaler og aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

Formålet med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse er hovedsakelig å skape merinntekter fra SPUs beholdninger av verdipapirer og kontanter. Disse transaksjonene benyttes også i forbindelse med likviditetsstyring.

Prinsipper for presentasjon

Inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Inntekter og kostnader består hovedsakelig av renter og netto honorar. Disse innregnes lineært over avtaleperioden og presenteres i resultatregnskapet som Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse og Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse.

Tabell 13.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2025	2024
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	20 801	21 622
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	-22 889	-24 810
Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	-2 088	-3 188

Regnskapsprinsipp

Overførte finansielle eiendeler

Verdipapirer overført til motparter fraregnes ikke ved inngåelsen av avtalen, da kriteriene for fraregning ikke er oppfylt. Siden motparten har rett til å selge eller pantsette verdipapiret, anses verdipapiret som overført. Overførte verdipapirer presenteres på egne linjer i balansen, Utlånte aksjer og Utlånte obligasjoner. I avtaleperioden regnskapsføres de underliggende verdipapirene i samsvar med regnskapsprinsipper for det aktuelle verdipapiret.

Ved salg av en aksje i kombinasjon med kjøp av en tilsvarende aksjebytteavtale, presenteres den solgte aksjen i balansen som Utlånte aksjer, da SPUs eksponering til aksjen er tilnærmet uendret. Aksjebytteavtalen (derivatet) innregnes ikke i balansen da dette vil føre til innregning av de samme rettighetene to ganger. Ved kjøp av en aksje i kombinasjon med salg av en tilsvarende aksjebytteavtale, har SPU tilnærmet ingen eksponering til aksjen eller derivatet og hverken aksjen eller aksjebytteavtalen innregnes i balansen.

Utlån med sikkerhetsstillelse

Kontantsikkerhet overført til motparter er fraregnet. En tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres innregnes i balansen som Utlån med sikkerhetsstillelse. Denne fordringen er målt til virkelig verdi.

Innlån med sikkerhetsstillelse

Kontantsikkerhet mottatt fra motparter er innregnet som Innskudd i banker. En tilsvarende finansiell forpliktelse er innregnet under Innlån med sikkerhetsstillelse, som representerer forpliktelsen til å tilbakebetale kontantsikkerheten. Denne forpliktelsen måles til virkelig verdi.

Verdipapirer overført fra motparter som er solgt i markedet (shortposisjoner) medfører en finansiell forpliktelse som representerer plikten til å levere tilbake tilsvarende verdipapirer ved utløpet av låneperioden. Denne forpliktelsen er innregnet under Innlån med sikkerhetsstillelse og måles til virkelig verdi.

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer, hvor SPU har rett til å selge eller pantsette verdipapiret innregnes ikke i balansen.

Tabell 13.2 viser beløpet presentert som Utlån med sikkerhetsstillelse samt tilhørende sikkerheter mottatt i form av verdipapirer.

Tabell 13.2 Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Utlån med sikkerhetsstillelse	1 374 213	1 020 455
Sum utlån med sikkerhetsstillelse	1 374 213	1 020 455
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balanseført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	949 641	690 154
Obligasjoner mottatt som sikkerhet ¹	445 178	336 265
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån	1 394 820	1 026 419

¹ Ved årsslutt 2025 var obligasjoner mottatt som sikkerhet med en verdi på 13,7 milliarder kroner solgt (2024: 1,5 milliarder kroner).

Tabell 13.3 viser overførte verdipapirer med tilknyttede forpliktelser i form av Innlån med sikkerhetsstillelse, samt sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier.

Tabell 13.3 Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Overførte finansielle eiendeler		
Utlånte aksjer	1 011 469	862 197
Utlånte obligasjoner	811 514	1 088 846
Sum overførte finansielle eiendeler	1 822 984	1 951 043
Innlån med sikkerhetsstillelse		
Kontantsikkerhet mottatt for overførte finansielle eiendeler	1 321 603	1 316 345
Verdipapirer solgt short	48 725	3 547
Sum innlån med sikkerhetsstillelse	1 370 328	1 319 892
Sikkerheter i form av verdipapirer eller garantier (ikke-balanseført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	286 391	320 398
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	232 231	361 132
Garantier	2 969	5 406
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier knyttet til overførte finansielle eiendeler	521 591	686 936

Note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning

Regnskapsprinsipp

Kontantsikkerhet derivattransaksjoner

Kontantsikkerhet avgitt i forbindelse med derivattransaksjoner er fraregnet og en tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet i balansen som Avgitt kontantsikkerhet. Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med derivattransaksjoner er innregnet i balansen som Innskudd i banker med en tilhørende forpliktelse, Mottatt kontantsikkerhet. Både Avgitt kontantsikkerhet og Mottatt kontantsikkerhet er målt til virkelig verdi.

Motregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser blir motregnet og presentert netto i balansen når det foreligger en juridisk håndhevbar rett til å motregne og intensjonen er å gjøre opp på nettogrunnlag eller å realisere eiendelen og gjøre opp forpliktelsen under ett.

Sikkerhetsstillelse

For flere motparter og transaksjonstyper vil det både avgis og mottas kontantsikkerhet til og fra samme motpart. Derfor vil mottatt kontantsikkerhet kunne nettes mot avgitt kontantsikkerhet, og omvendt, som vist i tabell 14.1. Balanselinjene Avgitt kontantsikkerhet og Mottatt kontantsikkerhet er utelukkende knyttet til derivattransaksjoner. I forbindelse med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse vil det avgis og mottas sikkerhet i form av verdipapirer eller kontanter, se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for mer informasjon.

Motregning

Tabell 14.1 viser en oversikt over finansielle eiendeler og forpliktelser, effekten av juridisk bindende nettingavtaler og relaterte sikkerheter for å redusere motpartsrisiko. Kolonnen Eiendeler/Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting viser balanseført beløp for finansielle eiendeler og forpliktelser som er underlagt juridisk bindende nettingavtaler. Disse beløpene er justert for effekten av potensiell netting av balanseførte finansielle eiendeler og gjeld, samt avgitte eller mottatte sikkerheter, mot samme motpart. Den resulterende nettoeksponeringen er presentert i kolonnen Eiendeler/forpliktelser etter netting og sikkerheter.

Enkelte nettingavtaler kan potensielt være juridisk ikke-bindende. Transaksjoner under de relevante avtalene vises i kolonnen Eiendeler/forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale.

Ved motpartskonkurs vil samlet oppgjør mellom Norges Bank og konkursboet kunne avtales for enkelte grupper av instrumenter, uavhengig av om instrumentene tilhører SPU eller Norges Banks valutareserver. Et slikt oppgjør vil allokere proporsjonalt mellom disse porteføljene og er ikke justert for i tabellen.

Tabell 14.1 Eiendeler og forpliktelser som er gjenstand for nettingavtaler

Beløp i millioner kroner, 31.12.2025				Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle eiendeler	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser motregnet i balansen	Netto balanseførte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale ¹	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant-sikkerhet (innregnet som forpliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
Eiendeler									
Utlån med sikkerhetsstillelse	1 374 213	-	1 374 213	931 363	442 850	-	115 993	326 092	765
Avgitt kontant-sikkerhet	20 426	-	20 426	-	20 426	10 849	8 527	-	1 051
Finansielle derivater	28 394	797	27 597	277	27 320	21 497	5 689	-	134
Totalt	1 423 033	797	1 422 236	931 640	490 596	32 346	130 209	326 092	1 950

Beløp i millioner kroner, 31.12.2025				Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser	Brutto balanseførte finansielle eiendeler motregnet i balansen	Netto balanseførte finansielle forpliktelser	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale ²	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant-sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter
Gjeld									
Innlån med sikkerhetsstillelse	1 370 328	-	1 370 328	241 329	1 128 999	-	116 124	998 681	14 194
Mottatt kontant-sikkerhet	129 608	-	129 608	117 873	11 735	11 606	-	-	129
Finansielle derivater	27 280	797	26 483	48	26 435	21 497	4 759	-	179
Totalt	1 527 216	797	1 526 419	359 250	1 167 169	33 103	120 883	998 681	14 502

Beløp i millioner kroner, 31.12.2024				Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle eiendeler	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser motregnet i balansen ³	Netto balanseførte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale ¹	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant-sikkerhet (innregnet som forpliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
Eiendeler									
Utlån med sikkerhetsstillelse	1 020 455	-	1 020 455	726 830	293 624	-	117 987	175 637	-
Avgitt kontant-sikkerhet	11 340	-	11 340	526	10 814	8 819	1 939	-	57
Finansielle derivater	37 245	4 342	32 904	76	32 827	25 630	5 911	-	1 286
Totalt	1 069 040	4 342	1 064 699	727 432	337 265	34 449	125 837	175 637	1 343

Beløp i millioner kroner, 31.12.2024				Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser	Brutto balanseførte finansielle eiendeler motregnet i balansen ³	Netto balanseførte finansielle forpliktelser	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale ²	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant-sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter
Gjeld									
Innlån med sikkerhetsstillelse	1 319 892	-	1 319 892	356 652	963 240	-	119 909	830 109	13 222
Mottatt kontant-sikkerhet	103 193	-	103 193	94 213	8 980	8 980	-	-	-
Finansielle derivater	35 571	4 342	31 229	20	31 209	25 630	5 554	-	25
Totalt	1 458 656	4 342	1 454 314	450 885	1 003 429	34 610	125 463	830 109	13 247

¹ Under Utlån med sikkerhetsstillelse inngår beløp for kjøp av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2025 var dette 873 milliarder kroner (671 milliarder kroner i 2024). Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for ytterligere informasjon.

² Under Innlån med sikkerhetsstillelse inngår beløp for salg av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2025 var dette 179 milliarder kroner (194 milliarder kroner i 2024). Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for ytterligere informasjon.

Note 15 Nærstående parter

Regnskapsprinsipp

Norges Bank er eid av den norske stat og er i tråd med IAS 24 Opplysninger om nærstående parter unntatt opplysningskrav vedrørende transaksjoner og mellomværende, inkludert forpliktelser, med staten som nærstående part. Dette inkluderer transaksjoner med andre enheter som er nærstående parter, fordi den norske stat har kontroll over, felles kontroll over, eller betydelig innflytelse over både Norges Bank og de andre enhetene.

Norges Bank, inkludert SPU, er et eget rettssubjekt som er heleid av staten ved Finansdepartementet. Se [note 1 Generell informasjon](#) for informasjon om forholdet mellom Finansdepartementet, Norges Bank og SPU. Alle transaksjoner gjennomføres til markedsvilkår.

Transaksjoner med staten

I henhold til mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland foretas overføringer til og fra kronekontoen hver måned. Se ytterligere informasjon om tilførsel/uttak i perioden i Oppstilling av endringer i eiers kapital.

Transaksjoner med Norges Bank

Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til forvaltningen av SPU.

Tilførsler eller trekk på Finansdepartementets kronekonto

Tilførsel eller trekk på kronekontoen gjennomføres ved månedlige overføringer mellom SPU og Norges Bank. Fem prosent av overført beløp holdes tilbake til påfølgende måned, for å tilpasse overført valutabeløp til Finansdepartementets instruerte beløp oppgitt i norske kroner. Uoppgjort overføring utgjør et mellomværende mellom SPU og Norges Bank og presenteres i balanselinjen Andre eiendeler eller Annen gjeld. Ved utgangen av 2025 var 303 millioner kroner presentert i Andre eiendeler knyttet til uoppgjort tilførsel. Ved utgangen av 2024 var det ingen uoppgjort overførsel mellom SPU og Norges Bank.

Forvaltningsgodtgjøring

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU i form av en forvaltningsgodtgjøring. Se [note 12 Forvaltningskostnader](#) for ytterligere informasjon. I 2025 ble 190 millioner kroner trukket fra kronekontoen for å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring, mens 7 032 millioner kroner ble trukket i 2024. Tidspunktet for trekk av forvaltningsgodtgjøring ble endret med virkning fra 2025 og forvaltningsgodtgjøringen for 2025 vil bli gjort opp i 2026. Skyldig forvaltningsgodtgjøring ved utgangen av 2025 utgjorde 7 537 millioner kroner, sammenlignet med skyldig forvaltningsgodtgjøring på 190 millioner kroner ved utgangen av 2024.

Transaksjoner mellom SPU og Norges Banks aksjeportefølje

Interne transaksjoner i form av pengemarkedsutlån eller -innlån mellom SPU og valutareservene i Norges Bank presenteres som et netto mellomværende mellom porteføljene på balanselinjene Andre eiendeler eller Annen gjeld. Ved utgangen av 2025 utgjorde netto mellomværende en fordring på 299 millioner kroner for SPU, sammenlignet med en fordring på 301 millioner kroner ved utgangen av 2024. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet som Renteinntekt/kostnad.

Transaksjoner med datterselskaper

Datterselskaper av Norges Bank er etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. For en oversikt over selskapene som drifter og eier investeringene, samt konsoliderte datterselskaper, se [note 16 Interesser i andre foretak](#). For ytterligere informasjon om transaksjoner med datterselskaper, se [note 6 Unotert eiendom](#) og [note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi](#).

Note 16

Interesser i andre foretak

Investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Alle datterselskaper er 100 prosent eid. Datterselskapene investerer, gjennom holdingselskaper, i enheter som investerer i fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Disse enhetene kan være datterselskaper eller felleskontrollerte virksomheter.

Det overordnede målet med eierskapsstrukturene benyttet for de unoterte eiendoms- og infrastrukturinvesteringene er å ivareta de finansielle verdiene under forvaltning og å sikre høyest mulig avkastning etter kostnader i henhold til forvaltningsmandatet. Viktige kriterier i beslutningen av eierskapsstruktur har vært juridisk beskyttelse, eierskapsstyring og operasjonell effektivitet. Skattekostnader kan representere en vesentlig kostnad for de unoterte investeringene. Forventet skattekostnad har derfor vært en av faktorene som har inngått i vurderingen av eierskapsstruktur.

Tabell 16.1 viser selskapene som drifter og eier eiendommene og infrastruktureiendelene, i tillegg til de konsoliderte datterselskapene. Eierandel og stemmeandel representerer andelen ved årslutt.

Tabell 16.1 Eiendoms- og infrastruktureiselskaper

Selskap	Område	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse ¹	Eierandel og stemme- andel i prosent 31.12.2025	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent 31.12.2025	Innregnet fra
Ikke-konsoliderte selskaper						
Storbritannia						
NBIM George Partners LP ²	Unotert eiendom	London	London	100,00	25,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	Unotert eiendom	London	Sheffield	100,00	100,00	2012
NBIM Edward Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM Henry Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Elizabeth Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Eleanor Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2018
WOSC Partners LP	Unotert eiendom	London	London	75,00	75,00	2019
PELP UK Limited	Unotert eiendom	Solihull	Flere britiske byer	50,00	50,00	2022
Longfellow Strategic Value UK I LP	Unotert eiendom	Bristol	Cambridge	47,50	47,50	2022
Firebolt RB Holdings Limited	Unotert infrastruktur	Swanley	Race Bank	75,00	37,50	2024
The Pollen Estate LP	Unotert eiendom	London	London	72,27	72,27	2025
Covent Garden Real Estate Holdings Ltd	Unotert eiendom	London	London	25,00	25,00	2025
Mayfair Estate London LP	Unotert eiendom	London	London	24,99	24,99	2025
NBIM Jane Limited	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2025
Luxembourg						
NBIM S.à.r.l.	Unotert eiendom	Luxembourg	I/A	100,00	I/A	2011
Copenhagen Infrastructure V	Unotert infrastruktur, fond	Luxembourg	Flere lokasjoner i OECD-land	9,00	I/A	2024
Frankrike						
NBIM Louis SAS	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	50,00	2011
SCI 16 Matignon	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2011

Selskap	Område	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse ¹	Eierandel og stemme- andel i prosent 31.12.2025	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent 31.12.2025	Innregnet fra
SCI PB 12	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI Malesherbes	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SAS 100 CE	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Daumesnil	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 9 Messine	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Pasquier	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2013
NBIM Marcel SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2014
NBIM Victor SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2016
NBIM Eugene SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2017
NBIM Beatrice SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2018
NBIM Jeanne SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2019
Rodolphe Paris 1 SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	65,00	65,00	2022
Rodolphe 2 Paris 1 SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	65,00	65,00	2024
Trinity Defense SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	80,00	80,00	2025
AXA Lifestyle Housing SAS	Unotert eiendom	Paris	Paris	40,00	38,56	2025
Tyskland						
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immo- bilien GmbH & Co. KG	Unotert eiendom	Frankfurt	Berlin	50,00	50,00	2012
NBIM Helmut 2 GmbH & Co KG	Unotert eiendom	Berlin	Berlin	100,00	100,00	2020
Sochribel GmbH	Unotert eiendom	Berlin	Berlin	50,00	50,00	2022
Rodolphe Berlin 1 GmbH	Unotert eiendom	Berlin	Berlin	65,00	65,00	2023
He Dreith Investor GmbH	Unotert infrastruktur	Karlsruhe	He Dreith	33,33	16,63	2023
Nordseecluster A GmbH	Unotert infrastruktur	Hamburg	Nordsee- cluster A	49,00	49,00	2025
Nordseecluster B GmbH	Unotert infrastruktur	Hamburg	Nordsee- cluster B	49,00	49,00	2025
Sveits						
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Unotert eiendom	Luxembourg	Zürich	100,00	100,00	2012
Europa						
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Unotert eiendom	Luxembourg	Flere europiske byer	50,00	50,00	2013
USA						
T-C 1101 Pennsylvania Avenue Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	100,00	100,00	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	100,00	100,00	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	100,00	100,00	2013
No.1 Times Square Development LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2013
OFC Boston LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2013
425 MKT LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	47,50	2013

Selskap	Område	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse ¹	Eierandel og stemme- andel i prosent 31.12.2025	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent 31.12.2025	Innregnet fra
555 12th LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	44,96	2014
OBS Boston LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
BP/CG Center MM LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2014
T-C 800 17th Street NW Venture LP	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	100,00	100,00	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	100,00	100,00	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
SJP TS JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	100,00	100,00	2015
T-C 888 Brannan Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	100,00	100,00	2015
Hudson Square Properties LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2015
ConSquare LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2016
100 First Street Member LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
303 Second Street Member LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
900 16th Street Economic Joint Venture (DE) LP	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
1101 NYA Economic Joint Venture (DE) LP	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
375 HSP LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2017
T-C 501 Boylston Venture LP	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	100,00	100,00	2018
SVF Seaport JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2018
OMD Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2021
ARE-MA Region No. 102 JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	41,00	41,00	2021
300 Binney JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2023
290 Binney JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2024
Sand Hill Commons Holdings LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	97,74	97,74	2024
Goodman North American Partnership LP	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	45,00	45,00	2025
Blackstone Americas Logistics L.P.	Unotert eiendom, fond	Wilmington, DE	Flere amerikanske og kanadiske byer	49,89	I/A	2025
Brookfield Global Transition Fund II	Unotert infrastruktur, fond	Wilmington, DE	Flere lokasjoner i OECD-land	8,36	I/A	2025
1177 JV L.P.	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	95,00	95,00	2025
Japan						
TMK Tokyo TN1	Unotert eiendom	Tokyo	Tokyo	70,00	70,00	2017
Tokyo MN1 TMK	Unotert eiendom	Tokyo	Tokyo	100,00	39,90	2020

Selskap	Område	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse ¹	Eierandel og stemme- andel i prosent 31.12.2025	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent 31.12.2025	Innregnet fra
Nederland						
Borssele Wind Farm C.V.	Unotert infrastruktur	Haag	Borssele 1&2	50,00	50,00	2021
Spania						
Energias Renovables Romeo, S.L	Unotert infrastruktur	Madrid	Flere lokasjoner	49,00	49,00	2023
Danmark						
Thor Wind JV K/S	Unotert infrastruktur	København	Thor	49,00	49,00	2025
Konsoliderte datterselskaper						
Japan						
NBRE Management Japan Advisors K.K.	Unotert eiendom	Tokyo	I/A	100,00	I/A	2015
Storbritannia						
NBRE Management Europe Limited	Unotert eiendom	London	I/A	100,00	I/A	2016

¹ For investeringer i unotert eiendom vises eiendomsadresse, for investeringer i unotert infrastruktur vises prosjektnavn.

² En eiendom i dette selskapet, 20 Air Street, har en eierandel på 50 prosent.

Aktiviteten i de konsoliderte datterselskapene består av å yte investeringsrelaterte tjenester til SPU. Aktiviteten presenteres i resultatregnskapet som Andre kostnader og inngår i balanselinjene Andre eiendeler og Annen gjeld.

I tillegg til selskapene vist i tabell 16.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper etablert som en del av investeringene i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Disse holdingselskapene har ingen drift og eier ingen eiendommer eller infrastruktureiendeler direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse enten i samme land som investeringene, i tilknytning til NBIM S.à r.l. i Luxembourg, eller i Norge for holdingselskapene etablert for investeringer i Japan, kontinental Europa og fondsinvesteringer.

Note 17 Andre eiendeler og annen gjeld

Tabell 17.1 Andre eiendeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Mellomværende valutareservene Norges Bank ¹	299	301
Uoppgjort tilførsel kronekonto ¹	303	-
Opptjent inntekt fra utlån med sikkerhetsstillelse	1 315	1 289
Annet	247	100
Andre eiendeler	2 165	1 690

¹ Se [note 15 Nærstående parter](#) for mer informasjon.

Tabell 17.2 Annen gjeld

Beløp i millioner kroner	31.12.2025	31.12.2024
Betalbar skatt	30	40
Annet	164	107
Annen gjeld	194	147

Uavhengig revisors beretning

Til Norges Banks representantskap

Konklusjon

Vi har revidert regnskapsrapporteringen til investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2025, resultatregnskap, oppstilling over endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og noter til regnskapsrapporteringen, herunder vesentlige opplysninger om regnskapsprinsipper.

Etter vår mening

- oppfyller regnskapsrapporteringen gjeldende lovkrav, og
- gir et rettvisende bilde av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utlands finansielle stilling per 31. desember 2025 og av dets resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret avsluttet per denne datoen i samsvar med IFRS Accounting Standards som godkjent av EU.

Grunnlag for konklusjon

Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med International Standards on Auditing (ISA-ene). Våre oppgaver og plikter i henhold til disse standardene er beskrevet nedenfor under *Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen*. Vi er uavhengige av Norges Bank i samsvar med kravene i relevante lover og forskrifter i Norge og *International Code of Ethics for Professional Accountants* (inkludert internasjonale uavhengighetsstandarder) utstedt av International Ethics Standards Board for Accountants (IESBA-reglene), og vi har overholdt våre øvrige etiske forpliktelser i samsvar med disse kravene. Innhentet revisjonsbevis er etter vår vurdering tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

Sentrale forhold ved revisjonen

Sentrale forhold ved revisjonen er de forhold vi mener var av størst betydning ved revisjonen av regnskapsrapporteringen for 2025. Disse forholdene ble håndtert ved revisjonens utførelse og da vi dannet oss vår mening om regnskapsrapporteringen som helhet, og vi konkluderer ikke særskilt på disse forholdene.

Verdsettelse av investeringer

Grunnlag for det sentrale forholdet

Noterte investeringer målt til virkelig verdi verdsettes til markedspris dersom investeringen omsettes i det som vurderes å være et aktivt marked. Disse investeringene klassifiseres som nivå 1-eiendeler i verdsettelseshierarkiet. Noterte investeringer verdsatt ved bruk av modeller som benytter direkte eller indirekte observerbare markedsdata, klassifiseres som nivå 2-eiendeler. Investeringer klassifisert i nivå 1 og 2 i verdsettelseshierarkiet utgjør per 31.12.2025 NOK 20 851 581 millioner.

Investeringer hvor det i vesentlig grad brukes ikke-observerbare inndata i verdivurderingene er klassifisert som nivå-3 eiendeler i verdsettelseshierarkiet. Disse verdifastsettelsene påvirkes i større grad av skjønnsmessige vurderinger og har derfor høyere iboende risiko for feil. Disse eiendelene utgjør per 31.12.2025 NOK 434 584 millioner.

Investeringer målt til virkelig verdi utgjør det klart vesentligste av eiendeler per 31.12.2025. Det vesentlige beløpet, målingen til virkelig verdi med tidvis bruk av skjønn og klassifiseringen til henholdsvis nivå 1, 2 eller 3 i verdsettelseshierarkiet, samt at avkastningsmåling følger fra verdivurderingen av investeringene, gjør at vi har ansett disse investeringene å være et sentralt forhold ved revisjonen.

Investeringene målt til virkelig verdi omtales i note 8 og 5.

Våre revisjonshandlinger

For både noterte og unoterte investeringer vurderte vi utformingen og testet effektiviteten av interne kontroller over verdsettelsesprosessene, herunder kontroller over ledelsens valg og godkjenning av metodikk og forutsetninger benyttet for verdsettelse. Vi har i tillegg for noterte investeringer sammenliknet regnskapsført verdi på balansedagen mot ekstern observerbar markedspris.

Våre revisjonshandlinger for unoterte investeringer i nivå 3 omfatter også ledelsens bruk av eksterne eksperter og verdsettelse, herunder deres kompetanse og objektivitet. Vi har benyttet EYs interne verdsettelsesspesialister til å gjennomgå forutsetninger og beregninger av verdsettelsesrapporter på utvalgsbasis.

Vi har videre vurdert utformingen og testet effektiviteten av interne kontroller over klassifisering i verdsettelseshierarkiet. For et utvalg investeringer har vi testet klassifisering i nivå 1, 2 og 3 i verdsettelseshierarkiet.

IT-systemer som understøtter finansiell rapportering

Grunnlag for det sentrale forholdet

Norges Bank har et høyt automatisert IT-miljø og er avhengig av IT-prosesser for rapportering av finansiell informasjon. For å sikre fullstendig og nøyaktig behandling, og rapportering av den finansielle informasjonen er det viktig at kontroller over tilgangsstyring og systemendringer er utformet og fungerer effektivt. Sentrale IT-prosesser er også avhengig av et velfungerende kontrollmiljø hos eksterne tjenesteleverandører. IT-systemer som understøtter den finansielle rapporteringen er vurdert å være et sentralt forhold ved revisjonen fordi IT-miljøet er viktig for å sikre nøyaktighet, fullstendighet og pålitelig finansiell rapportering.

Våre revisjonshandlinger

Vi etablerte en forståelse av Norges Banks IT-systemer, IT-miljø og kontroller av betydning for den finansielle rapporteringen. Vi testet IT-generelle kontroller over tilgangsstyring, systemendringer og IT-drift. Videre testet vi automatiserte kontroller i IT-miljøet som understøtter finansiell rapportering.

For aktuelle IT-systemer forvaltet av eksterne tjenesteleverandører, evaluerte vi tredjepartsbekreftelser (ISAE 3402-rapporter) over tjenesteleverandørens kontrollmiljø. Vi vurderte videre utformingen og testet effektiviteten av Norges Banks egne kontroller knyttet til utkontrakterte tjenester. Vi har benyttet egne IT-spesialister i vårt arbeid med å forstå organisasjonens IT-miljø samt i å vurdere utformingen av kontrollaktiviteter og gjennomføre testingen av effektiviteten av kontroller.

Øvrig informasjon

Øvrig informasjon omfatter informasjon i årsrapporten bortsett fra regnskapsrapporteringen og den tilhørende revisjonsberetningen. Hovedstyret og ledelsen (ledelsen) er ansvarlig for den øvrige informasjonen. Vår konklusjon om revisjonen av regnskapsrapporteringen dekker ikke den øvrige informasjonen, og vi attesterer ikke den øvrige informasjonen.

I forbindelse med revisjonen av regnskapsrapporteringen er det vår oppgave å lese den øvrige informasjonen med det formål å vurdere hvorvidt det foreligger vesentlig inkonsistens mellom den øvrige informasjonen og regnskapsrapporteringen eller kunnskap vi har opparbeidet oss under revisjonen, eller hvorvidt den tilsynelatende inneholder vesentlig feilinformasjon. Dersom vi konkluderer med at den øvrige informasjonen inneholder vesentlig feilinformasjon, er vi pålagt å rapportere det. Vi har ingenting å rapportere i så henseende.

Ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

Ledelsen er ansvarlig for å utarbeide regnskapsrapporteringen og for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med IFRS Accounting Standards som godkjent av EU. Ledelsen er også ansvarlig for slik intern kontroll som den finner nødvendig for å kunne utarbeide en regnskapsrapportering som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller utilsiktede feil.

Ved utarbeidelsen av regnskapsrapporteringen må ledelsen ta standpunkt til Norges Banks evne til fortsatt drift og opplyse om forhold av betydning for fortsatt drift. Forutsetningen om fortsatt drift skal legges til grunn for regnskapsrapporteringen med mindre ledelsen enten har til hensikt å avvikle selskapet eller virksomheten, eller ikke har noe annet realistisk alternativ.

Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen

Vårt mål er å oppnå betryggende sikkerhet for at regnskapsrapporteringen som helhet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller utilsiktede feil, og å avgi en revisjonsberetning som inneholder vår konklusjon. Betryggende sikkerhet er en høy grad av sikkerhet, men ingen garanti for at en revisjon utført i samsvar med ISA-ene, alltid vil avdekke vesentlig feilinformasjon. Feilinformasjon kan oppstå som følge av misligheter eller utilsiktede

feil. Feilinformasjonen er å anse som vesentlig dersom den enkeltvis eller samlet med rimelighet kan forventes å påvirke de økonomiske beslutningene som brukerne foretar, på grunnlag av regnskapsrapporteringen.

Som del av en revisjon i samsvar med ISA-ene, utøver vi profesjonelt skjønn og utviser profesjonell skepsis gjennom hele revisjonen. I tillegg:

- identifiserer og vurderer vi risikoen for vesentlig feilinformasjon i regnskapsrapporteringen, enten det skyldes misligheter eller utilsiktede feil. Vi utformer og gjennomfører revisjonshandlinger for å håndtere slike risikoer, og innhenter revisjonsbevis som er tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon. Risikoen for at vesentlig feilinformasjon som følge av misligheter ikke blir avdekket, er høyere enn for feilinformasjon som skyldes utilsiktede feil, siden misligheter kan innebære samarbeid, forfalskning, bevisste utelatelser, uriktige fremstillinger eller overstyring av intern kontroll.
- opparbeider vi oss en forståelse av intern kontroll som er relevant for revisjonen, for å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av Norges Banks interne kontroll.
- evaluerer vi om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatene og tilhørende noteopplysninger utarbeidet av ledelsen er rimelige.
- konkluderer vi på om ledelsens bruk av fortsatt drift-forutsetningen er hensiktsmessig, og, basert på innhentede revisjonsbevis, hvorvidt det foreligger vesentlig usikkerhet knyttet til hendelser eller forhold som kan skape tvil av betydning om Norges Banks evne til fortsatt drift. Dersom vi konkluderer med at det eksisterer vesentlig usikkerhet, kreves det at vi i revisjonsberetningen henleder oppmerksomheten på tilleggsopplysningene i regnskapsrapporteringen, eller, dersom slike tilleggsopplysninger ikke er tilstrekkelige, at vi modifiserer vår konklusjon. Våre konklusjoner er basert på revisjonsbevis innhentet frem til datoen for revisjonsberetningen. Etterfølgende hendelser eller forhold kan imidlertid medføre at Norges Bank ikke kan fortsette driften.
- evaluerer vi den samlede presentasjonen, strukturen og innholdet i regnskapsrapporteringen, inkludert tilleggsopplysningene, og hvorvidt regnskapsrapporteringengir uttrykk for de underliggende transaksjonene og hendelsene på en måte som gir et rettviseende bilde.

Vi kommuniserer med hovedstyret blant annet om det planlagte innholdet i og tidspunkt for revisjonsarbeidet og eventuelle vesentlige funn i revisjonen, herunder vesentlige svakheter i intern kontroll som vi avdekker gjennom revisjonen.

Av de forholdene vi har kommunisert med hovedstyret, tar vi standpunkt til hvilke som var av størst betydning for revisjonen av regnskapsrapporteringen for den aktuelle perioden, og som derfor er sentrale forhold ved revisjonen. Vi beskriver disse forholdene i revisjonsberetningen med mindre lov eller forskrift hindrer offentliggjøring av forholdet, eller dersom vi, i ekstremt sjeldne tilfeller, beslutter at forholdet ikke skal omtales i revisjonsberetningen siden de negative konsekvensene ved å gjøre dette med rimelighet må forventes å oppveie allmennhetens interesse av at forholdet blir omtalt.

Oslo, 5. februar 2026

ERNST & YOUNG AS

Revisjonsberetningen er signert elektronisk

Kjetil Rimstad

statsautorisert revisor



Norges Bank Investment Management
Statens pensjonsfond utland 2025

Design: TRY

Produksjon: Aksell AS

Bilder: Halvor Njerve, Olav Vhile, GettyImages, Johner, Shutterstock og Unsplash.